



Autoriteit woningcorporaties
Inspectie Leefomgeving en Transport

Stresstest 2016 derivatenportefeuille bij corporaties



Autoriteit woningcorporaties
Inspectie Leefomgeving en Transport

Stresstest 2016 derivatenportefeuille corporaties

Datum

19 september 2016

Colofon

Uitgegeven door

Inspectie Leefomgeving en Transport
ILT/ Autoriteit woningcorporaties

Graadt van Roggenweg 500 Utrecht
Postbus 16191, 2500 BD Den Haag

088 489 00 00

www.ilent.nl

@inspectieLenT | @ILenT_Aw

Inhoud

	Colofon	5
	Samenvatting en conclusies	9
	Inleiding	14
1	Samenstelling naar aantal en omvang derivatenportefeuilles van 115 corporaties	17
2	Leningen met embedded derivaten	20
3	Vergelijking derivatenportefeuilles maart 2016 en ultimo 2013	22
4	Ontwikkeling marktwaarde bij 1% en 2% rentedaling	25
5	Buffers die corporaties aanhouden om aan margin calls te kunnen voldoen	27
6	Uitkomst stresstest liquiditeitsrisico uit hoofde van de derivatenportefeuille van individuele corporaties	29
7	Ontwikkeling break clauses	30
8	Tijdigheid indiening van de gegevens en kwaliteit van de aangeleverde informatie	34
9	Ontwikkeling van de totale portefeuille per ultimo 2016 van de vijfendertig corporaties die ultimo 2014 geselecteerd waren voor de stresstest derivaten	35
10	Toezicht door de Aw	36
	Bijlage Tabellen	37

Samenvatting en conclusies

De Autoriteit woningcorporaties (Aw) heeft in 2016 een stresstest uitgevoerd onder alle 350 woningcorporaties. Alle woningcorporaties met een derivatenportefeuille kunnen voldoen aan de liquiditeitsverplichtingen die voortvloeien uit hun derivatencontracten. Extra aandacht voor derivaten vanuit het toezicht door de Aw en de corporaties blijft echter nodig omdat de risico's die samenhangen met het bezit van derivaten groot blijven. De uitslag van de stresstest bevestigt dat corporaties hun risicobeheersing op dit vlak in het algemeen goed op orde hebben, mede door regelgeving en actief toezicht. Het proces van aanleveren door de corporaties van de benodigde gegevens verliep echter moeizaam. De Aw gaat onderzoeken of dit samenhangt met de aanwezige kennis en kwaliteit bij de corporaties.

Eerder werden stresstesten uitgevoerd door het voormalig Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV). De laatste stresstest was met peildatum ultimo 2014 en betrof een risicogerichte steekproef onder vijfendertig woningcorporaties. De laatste integrale stresstest dateert van ultimo 2013. Deze cijfers worden hier gebruikt voor de trendanalyse. De peildatum van dit onderzoek is 31 maart 2016 waarbij alle woningcorporaties zijn benaderd.

Er zijn 115 corporaties die over *losstaande* derivatencontracten beschikken waarvan 47 derivatencontracten hebben met tussentijdse marktwaardeverrekening. Er zijn 167 corporaties die leningen hebben met embedded derivaten¹.

De nominale waarden van leningen met embedded derivaten zijn in totaal € 14,2 miljard, waarvan € 11,5 miljard aan basisrenteleningen en € 2,7 miljard aan extendible/overige leningen, een daling van € 0,9 miljard ten opzichte van ultimo 2013. Deze embedded derivaten leveren geen direct liquiditeitsrisico op.

De totale onderliggende waarde (notional) van de derivatenportefeuille (losstaande contracten) bedraagt € 13,7 miljard, een afname ten opzichte van 2013 met € 2,3 miljard. De marktwaarde van deze derivatenportefeuille is op 31 maart 2016 € 6,1 miljard negatief. Een substantiële mutatie ten opzichte van ultimo 2013, toen was de marktwaarde € 2,7 miljard negatief. Dit ondanks dat de omvang van derivatenportefeuille is afgenomen met € 2,3 miljard. Uiteraard is de scherp gedaalde rente hiervan de belangrijkste oorzaak.

¹ Als een derivaat als contractuele voorwaarde is besloten in een basiscontract (bijvoorbeeld van een lening), dan wordt gesproken van een embedded derivaat.

Bij de 115 corporaties met derivatencontracten is onderzocht of de buffers toereikend zijn om aan de bijstorting te voldoen bij een rentedaling van zowel 1%-punt als van 2%-punt².

Alle corporaties hebben deze stresstest doorstaan. De aanvullende collateral verplichtingen (buffer) zijn € 2,3 miljard (in 2013 was dit nog € 1,9 miljard). De buffer bestaat voor € 1,5 miljard aan kredietfaciliteiten en € 0,8 miljard aangehouden banksaldi en deposito's.

Op sectorniveau was minimaal € 1,1 miljard nodig om de stresstest te kunnen doorstaan. De aanvullende buffers worden aangehouden om rentefluctuaties te kunnen opvangen. Daarnaast worden de buffers alvast opgebouwd om een verrekening van de marktwaarde op te kunnen vangen als banken een tussentijdse marktwaardeverrekening eisen.

Alle corporaties doorstaan de stresstest

Uit de stresstest blijkt dat alle corporaties voldoen aan de 2%-buffereis. Deze uitslag bevestigt dat de corporaties hun risicobeheersing op dit vlak in zijn algemeenheid goed op orde hebben. Dat neemt niet weg dat de extra aandacht vanuit het toezicht door de Aw onverminderd van kracht blijft. De risico's die samenhangen met het bezit van derivaten blijven groot. Vooral de corporaties die derivatencontracten hebben met breakclausules zullen door de Aw nauwlettend gevolgd worden. Deze clausules maken het immers mogelijk dat de bank het contract tussentijds kan beëindigen tegen afrekening van de marktwaarde³.

Hoewel het goed is om te kunnen constateren dat de corporaties de stresstest hebben doorstaan, is het proces niet altijd soepel verlopen. Te veel corporaties hadden moeite om tijdig en kwalitatief goed de gevraagde gegevens op te leveren. Deze corporaties zullen hierop worden aangesproken binnen het reguliere toezicht van de Aw.

Derivatenportefeuille en liquiditeitsrisico zijn afgenomen

De totale onderliggende waarde (notional) van de derivatenportefeuille bedroeg € 13,7 miljard. Deze portefeuille is ten opzichte van ultimo 2013 (laatste integrale stresstest) afgenomen met € 2,3 miljard (-14,5%) notional waarde.

De portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening is qua omvang in notional waarde het grootst, namelijk € 10,5 miljard. De afname in de portefeuille mét tussentijdse marktwaardeverrekening (margin calls) is relatief iets groter dan in de portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening.

2 Beide eisen zijn vastgelegd in de per 1 oktober 2012 van kracht geworden beleidsregels derivaten en opgenomen in het op 1 juli 2015 van kracht geworden Besluit Toegelaten Instellingen Volkshuisvesting (BTIV).

3 De waarde die een rentederivaat krijgt als de marktrente voor de resterende looptijd afwijkt van de vaste rente van het derivaat.

Aard van de derivatenproducten uit de bestaande derivatenportefeuilles

De samenstelling van de derivatenportefeuille is iets veranderd ten opzichte van ultimo 2013. De huidige sectorale derivatenportefeuille bestaat voor 12% uit derivaten die naar aard (voor nieuwe transacties) niet meer geoorloofd zijn binnen de beleidsregels derivaten. In 2013 was dat nog 14%. Een afname van € 2,3 miljard naar € 1,6 miljard.

De contracten die hieraan ten grondslag liggen, hoeven op grond van de beleidsregels derivaten overigens niet verplicht te worden afgestoten. Hieronder een tabel met onderliggende waarden die inzicht geeft onder meer in de verdeling tussen de portefeuilles met- en zonder marktwaardeverrekening.

Vergelijking omvang en aard derivatenportefeuille 2015 t.o.v. 2013

Overzichtportefeuille (in € 1.000,-)

	Portefeuille met tussentijdse		Portefeuille zonder tussentijdse	
	2013	2016	2013	2016
Renteswaps payer	3.042.557	2.749.282	9.764.354	8.879.026
Caps	9.588	0	925.388	427.503
Derivaten niet meer passend binnen de wet	526.418	394.031	1.746.868	1.248.945
Totaal	3.578.563	3.143.313	12.436.610	10.555.474

Leningen met embedded derivaten

Bij de stresstest zijn de nominale waarden opgevraagd van leningen met embedded derivaten⁴. Het betreft in totaal circa € 14,2 miljard, waarvan € 11,5 miljard aan basisrenteleningen en ruim € 2,7 miljard aan extendible/overige leningen met embedded derivaten. Deze portefeuille is met € 0,9 miljard gedaald, al is niet uit te sluiten dat vermoedelijk in 2013 enkele corporaties deze leningen nog niet juist hebben gerubriceerd. Door een aanscherping van Richtlijn 290 van de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving, komen deze leningen eerder in aanmerking voor verwerking in de balans en winst en verliesrekening. Dit is zichtbaar geworden met ingang van de jaarrekeningen over verslagjaar 2014. Deze embedded derivaten leveren geen direct liquiditeitsrisico op. In totaal hebben 167 corporaties opgave gedaan van leningen met embedded derivaten.

Buffers op sectorniveau ruim toereikend

Corporaties met derivaten met tussentijdse marktwaardeverrekening in de portefeuille, zullen bij een rentedaling van 1%-punt € 611 miljoen aan aanvullend collateral moeten storten. Bij een 2%-punt rentedaling zal dit € 1,1 miljard zijn. Dat zijn fors hogere bedragen dan ultimo 2013. Corporaties beschikten maart 2016 gezamenlijk over een buffer van € 2,3 miljard om margin calls en beëindiging van contracten uit hoofde van breakclausules op te kunnen vangen. Bij de stresstest ultimo 2013 hielden corporaties daarvoor nog een buffer aan van € 1,9 miljard.

⁴ Als een derivaat als contractuele voorwaarde is besloten in een basiscontract (bijvoorbeeld van een lening), dan wordt gesproken van een embedded derivaat.

Op sectorniveau is de opgegeven buffer ruimschoots voldoende om de genoemde € 1,1 miljard aan collateral verplichtingen op te kunnen vangen bij 2%-punt rentedaling.

De hogere buffer is te verklaren doordat corporaties rentefluctuaties ten opzichte van de 2% buffereis willen opvangen om compliant te blijven aan de buffereis uit de wet en om de verrekening van de marktwaarde bij verplichte beëindiging van een contract. De hogere buffer van € 1,2 miljard heeft voor € 926 miljoen betrekking op corporaties met breakclausules in de contracten. Het merendeel daarvan is bezig met het aanleggen van een buffer om de verrekening van de marktwaarde op te kunnen vangen als banken ontbinding op een breakdatum eisen.

De buffer bestaat voor € 1,5 miljard aan kredietfaciliteiten, zoals leningen met een variabele hoofdsom waarvan een deel nog niet door de bank is afgestort. Ruim € 0,7 miljard betreft aangehouden banksaldi en deposito's.

Contracten met break clauses en toezicht daarop

Corporaties hebben per portefeuille afzonderlijk (met- en zonder tussentijdse marktwaardeverrekening), inzicht verschaft in de omvang van contracten met break clausules. In de portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening houdt een corporatie in de buffer (deels in verband met threshold) al rekening met de marktwaarde inclusief 2%-punt rentedaling. Op basis van de beleidsregels derivaten moeten corporaties een verplichte buffer aanhouden voor de contracten met een breakclausule in de portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening als de breakdatum minder dan een jaar vooruit ligt. Er zijn 36 corporaties die hebben opgegeven contracten te hebben met break clauses tot en met het jaar 2020. De opgaven van deze corporaties geven een aanzienlijke toename (in notional bedragen) te zien van contracten die mogelijk beëindigd kunnen worden als de bank dat wil. In die jaren gaat het om contracten met een notional waarde van € 1,8 miljard. De marktwaarde van deze contracten is op de peildatum € 1,3 miljard negatief. 34 van deze 36 corporaties hebben breakplannen bij de Aw ingeleverd waaruit blijkt welke maatregelen zij nemen, of voornemens zijn te nemen, om de risico's te mitigeren en een toereikende buffer aan te leggen. Dat laatste blijkt zoals hiervoor al aangegeven uit de opgave van de buffers van deze corporaties. Twee corporaties zijn nog bezig met het maken van een plan. Deze plannen worden door de Aw beoordeeld en gemonitord. Corporaties tonen aan de risico's te beseffen en actief maatregelen te nemen, zoals onder andere de opbouw van buffers. Desalniettemin is er sprake van een aanzienlijke inspanning.

Effect ontwikkeling swaprentes ten opzichte van de vorige stresstest

In onderstaande tabel zijn de rentestanden van de Interest Rate Swaps weergegeven voor de verschillende looptijden op de peildata dat er door CFV (en vanaf 2016 de Aw) stresstesten derivaten zijn uitgevoerd.

Ontwikkeling swaprentes

	10-jaars	20-jaars	30-jaars	50-jaars
30-dec-2011	2,4%	2,7%	2,6%	2,6%
29-jun-2012	2,0%	2,3%	2,3%	2,3%
31-dec-2012	1,6%	2,2%	2,2%	2,4%
31-dec-2013	2,2%	2,7%	2,7%	2,7%
31-dec-2014	0,9%	1,4%	1,5%	1,6%
31-dec-2015	1,0%	1,5%	1,6%	1,5%
31-mrt-2016	0,6%	1,0%	1,1%	1,0%

Uit de tabel valt af te leiden dat de rente ten opzichte van het niveau eind 2011 aanzienlijk is gedaald. Het peilmoment 2013 gaf ten opzichte van 2012 een stijging te zien, wat zich vertaalde in minder negatieve marktwaarden.

Onzorgvuldigheid bij tijdigheid en indiening van de gegevens

De tijdige indiening van de gegevens en de kwaliteit van de ingediende gegevens krijgt nog steeds niet bij alle corporaties voldoende aandacht. In de meeste gevallen dat er sprake was van een niet tijdige indiening of onvolledige en/of foute gegevens, had dat te maken met onachtzaamheid en onzorgvuldigheid.

Corporaties zijn hier door de Aw op aangesproken en verzocht maatregelen te nemen. Vanuit het reguliere toezicht wordt daar aandacht aan besteed.

Beleidsmaatregelen en toezicht

Als corporaties op enig moment een ontoereikende buffer hebben, zijn zij verplicht om dit direct te melden aan de Aw. Op het moment van deze rapportage is er géén melding van corporaties ontvangen dat zij niet voldoen aan de buffereis. Vanuit het reguliere toezicht wordt er extra aandacht besteed aan de beheersing van de risico's van derivatenportefeuilles van corporaties waaronder de *breakplannen*. Zij worden gemonitord en nader op kwaliteit beoordeeld. Aandacht wordt tevens besteed aan tijdige en de juistheid van de indiening van gegevens.

Inleiding

Het gebruik van derivaten is niet zonder risico's gebleken en is mede aanleiding geweest voor de Parlementaire enquête Woningcorporaties. Derivaten kunnen een prima instrument zijn om renterisico's af te dekken, tegelijkertijd zijn het complexe financiële producten waar niet lichtvaardig mee moet worden omgegaan. De kennis, checks, balances en risicomanagement moeten op een hoog niveau zijn om dergelijke complexe financiële producten goed te beheren. Het is niet voor niets dat het afsluiten van bepaalde type derivaten inmiddels niet meer is toegestaan door de wet. Daarnaast gaat het bij derivaten vrijwel altijd om aanzienlijke bedragen. Om deze redenen besteedt de Aw in het toezichtprogramma extra aandacht aan de bestaande derivatenportefeuilles van corporaties.

De Aw heeft op peildatum 31 maart 2016 een stresstest uitgevoerd bij corporaties met een derivatenportefeuille om na te gaan of corporaties voldoende middelen aanhouden om aan de met derivatencontracten verband houdende liquiditeitsverplichtingen te kunnen voldoen. Voor de stresstest is artikel 8 van deze beleidsregels betreffende het gebruik van derivaten (opgenomen in het per 1 juli 2015 van kracht geworden BTIV) relevant⁵, 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:
 - dit direct te melden aan de Aw;
 - in overleg met de Aw 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.

Embedded derivaten in basisrente- en extendible leningen vallen ook onder de beleidsregels. Omdat deze leningen niet onderhevig zijn aan tussentijdse marktwaarde verrekeningen en er over deze producten vanuit dat oogpunt geen direct liquiditeitsrisico wordt gelopen, zijn bij deze stresstest uitsluitend de nominale waarden hiervan opgevraagd. Dit om inzicht te houden in de omvang van leningen met embedded derivaten in de sector. Het onderzoek richt zich derhalve voornamelijk op de liquiditeitsrisico's van de *losstaande* derivatencontracten.

⁵ De bepalingen uit de beleidsregels zijn van kracht totdat voor een corporatie een door de Aw goedgekeurd financieel reglement van kracht is. Daarna worden de in het BTIV vertaalde regels rond het gebruik en aanschaf van derivaten van kracht.

Bij de stresstest op peildatum 31 maart 2016 is ten opzichte van de eerder door CFV uitgevoerde stresstesten gedetailleerder informatie opgevraagd over contracten met break clauses. Dit omdat de komende jaren de volumes van deze contracten en daarmee de risico's en noodzaak tot risicobeheersingsmaatregelen toenemen. Corporaties hebben deze contracten nu per portefeuille (met- en zonder tussentijdse marktwaardeverrekening) moeten specificeren en zijn tevens de marktwaarden van deze contracten opgevraagd evenals de marktwaarden bij 2% rentedaling. Dat geeft inzicht in de (liquiditeits)consequenties als de contracten daadwerkelijk op de breakdatum moeten worden ontbonden. Corporaties zijn tevens gevraagd om een actuele versie van hun zogenoemde *breakplannen* aan te leveren. Deze *breakplannen* geven inzicht in de maatregelen die men zich voorneemt en/of verkent om de risico's te mitigeren.

Corporaties moeten voor contracten met break clauses met een breakdatum voortschrijdend een jaar vooruit vanaf de peildatum van de stresstest een buffer aanhouden om de marktwaarde met de bank te kunnen afrekenen.

Corporaties moeten daarbij ook rekening houden ook met een daling van de rente van 2%-punt. Corporaties hebben zoals hiervoor aangegeven een gespecificeerde opgave gedaan voor de jaren 2016 tot en met 2020.

Uit hoofde van een adequaat risicomanagement moeten corporaties met derivatencontracten de marktwaardeontwikkeling en de daaraan verbonden (liquiditeits)risico's periodiek monitoren. De frequentie daarvan hangt af van een aantal factoren, zoals het hebben van contracten waar de marktwaarde tussentijds van moet worden verrekend en het aanwezig zijn van contracten met break clauses. Het compliant moeten zijn aan de regelgeving en het moeten aanhouden van een buffer die toereikend is om een rentedaling van 2% op te kunnen vangen, dwingt corporaties tot het actief monitoren van de risico's uit de derivatenportefeuille. Corporaties die de stresstest doorstaan, tonen daarmee aan het liquiditeitsrisico uit hoofde van de derivatenportefeuille te beheersen. Als een corporatie niet meer aan de buffervereiste uit de wet kan voldoen, moeten de corporaties dat direct melden bij de Aw en aantonen afdoende maatregelen te gaan nemen om op korte termijn weer te voldoen aan de buffereis uit de wet. Tegelijkertijd is dat een signaal voor de Aw dat een corporatie zijn governance op dat onderdeel mogelijk niet goed op orde heeft.

De uitkomst van de stresstest met peildatum 31 maart 2016 leert of corporaties hun *buffers* toereikend houden bij gewijzigde marktomstandigheden casu quoin hoeverre men voldoet aan de 2%-punt-norm in de beleidsregels derivaten.

Ten opzichte van de eerdere stresstesten van CFV zijn de swaprentes met looptijden tussen de 10, 20, 30 en 50 jaar, met meer dan 1,5% aanzienlijk gedaald.

De swaprentes op peildatum maart 2016 zijn voor de genoemde looptijden (afgerond) respectievelijk 0,6%, 1,0%, 1,1% en 1,0%.

De analyse door de Aw in dit rapport is ontleend aan de opgaven van corporaties en de uitkomsten hiervan hebben betrekking op deze gegevens. De ingediende gegevens zijn door de bestuurders van de corporaties verstrekt. Daar waar er zichtbaar sprake was van onjuiste gegevens zijn deze geverifieerd en in afstemming met de corporatie zo nodig bijgesteld.

In dit rapport komen de volgende hoofdstukken aan de orde:

- samenstelling naar aantal en omvang derivatenportefeuilles van 115 corporaties;
- vergelijking derivatenportefeuilles ultimo 2015 en ultimo 2013;
- vergelijking derivatenportefeuilles bij 35 corporaties ultimo 2015 en ultimo 2014;
- 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;
- break clauses, omvang, risico's en risicobeheersing;
- tijdigheid en kwaliteit ingediende gegevens en toezicht op interne beheersing door de Aw.

1 Samenstelling naar aantal en omvang derivatenportefeuilles van 115 corporaties

Uit onderstaande tabel kan worden afgeleid hoeveel corporaties er derivatenportefeuilles hebben en welke portefeuilles dat zijn. Ook kan worden afgeleid wat de ontwikkeling is geweest van het aantal corporaties dat bij de stresstest in 2013 opgaf over een derivatenportefeuille te beschikken.

Tabel 1 Onderzoekscorporaties stresstest ultimo 2016 in aantal gerangschikt naar aard van de derivatenportefeuille

	Aantal corporaties
Samenstelling onderzoekscorporaties naar in bezit zijnde derivatenportefeuille	
Corporaties met derivaten in stresstest ultimo 2013	147
Niet in huidige stresstest (door fusie of geen derivaten meer), wel in stresstest ultimo 2013	-36
Wel in huidige stresstest (corporatie zonder derivaten fuseert met corporatie met derivaten), niet in stresstest ultimo 2013	3
Corporatie met onvolledige opgave in 2013	1
Corporaties met derivaten (uitsluitend losse contracten) in stresstest 31 maart 2016	115
Waarvan alleen derivaten in portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening	68
Waarvan alleen derivaten in portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening	12
Waarvan derivaten zowel in portefeuille zonder- als met tussentijdse marktwaardeverrekening	35
Corporaties zonder derivatenportefeuille	235
Totaal aantal corporaties maart 2016	350

Er zijn 115 corporaties die over *losstaande* derivatencontracten beschikken waarvan 47 (12 + 35) derivatencontracten hebben in portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening. In tabel 2 is de totale portefeuille aan losstaande derivatencontracten weergegeven.

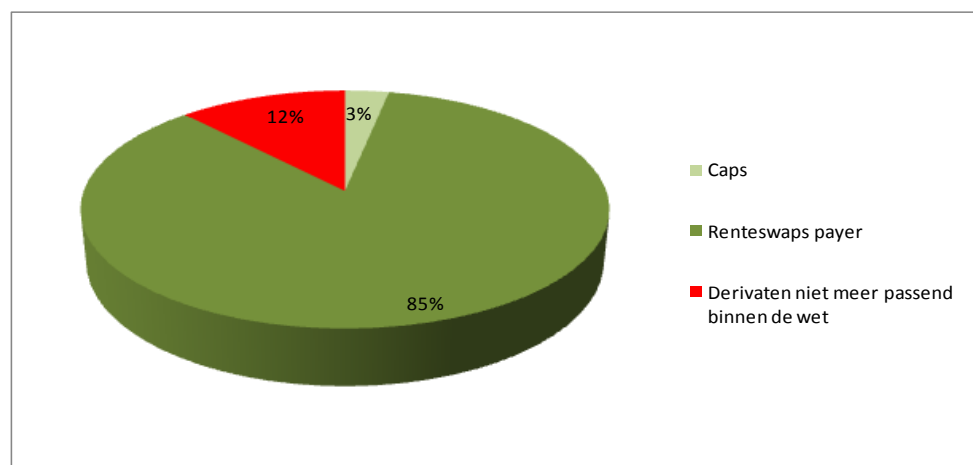
Tabel 2: Overzicht totale derivatenportefeuille per 31 maart 2016
(x € 1.000,-)

	Totaal van de onderliggende waarde (notional)	Totaal van de marktwaarde
Caps	427.503	3.196
Floors	9.750	-154
Collar	36.175	-5.202
Renteswaps payer	11.628.308	-5.417.903
Renteswaps receiver	339.931	80.929
Forward Rate Agreements (FRA's)	0	0
Gekochte swaptions payer	99.220	582
Gekochte swaptions receiver	0	0
Verkochte swaptions payer	182.800	-152.822
Verkochte swaptions receiver	109.500	-53.980
Futures of andere op een beurs verhandelde derivaten	0	0
Gestructureerde derivaten - Constant Maturity Swaps	179.500	-17.927
Gestructureerde derivaten - Swaps gelinked aan een index	448.900	-338.573
gespecificeerde formule	152.500	-138.993
Anders	84.700	-19.644
<i>Totaal</i>	<i>13.698.787</i>	<i>-6.060.491</i>

De notional waarde van de derivatenportefeuille met losstaande contracten is € 13,7 miljard en de marktwaarde daarvan is ruim € 6,0 miljard negatief. Zeven van de 115 corporaties met losstaande contracten bezit bijna 50% van de totale sectorale omvang (notional waarde) van de derivatenportefeuille.

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

Grafiek 1: Samenstelling derivatenportefeuille naar aard passend binnen de wet



Ten opzichte van de vorige stresstest is de omvang van de portefeuille naar rato van de notional waarde per saldo afgenomen met ruim 14%. Uit de grafiek valt op te maken hoe de verdeling is van de huidige derivatenportefeuille, naar aard van de producten. In relatieve zin deed de grootste afname zich voor bij de Caps, Floors en Collars vanwege de vaak korte looptijden. In absolute zin nam de portefeuille payer swaps het meest af. Een en ander heeft ook effect op de relatieve samenstelling van de derivatenportefeuille naar aard of deze al dan niet passen binnen de wet. De verdeling ten opzichte van ultimo 2013 is iets gewijzigd. Van de producten is 12% (in 2013 was dit 14%) naar aard niet passend binnen de wet⁶. Hoewel de payer swaps van de bestaande portefeuilles naar aard zijn toegestaan, heeft een belangrijk deel daarvan een langere looptijd dan de in de wet voorgeschreven maximum termijn van tien jaar. De onderliggende (notional) waarde van de derivaten van de bestaande portefeuilles, die nu naar aard niet meer zouden zijn toegestaan, is € 1,6 miljard, dat betekent een afname van € 0,7 miljard ten opzichte van 2013.

⁶ Corporaties zijn niet verplicht deze contracten in de bestaande portefeuille af te bouwen. Dat geldt vanzelfsprekend ook voor de payer swaps met een langere looptijd dan tien jaar.

2 Leningen met embedded derivaten

Er zijn 167 corporaties die leningen hebben met embedded derivaten zoals basisrente- en extendible leningen. Een embedded derivaat is een component van een samengesteld financieel instrument dat voldoet aan de definitie van een derivaat en als contractuele voorwaarde is besloten in een basiscontract.

Voorbeelden van contracten met embedded derivaten in bezit van corporaties zijn zogenoemde basisrenteleningen en extendible leningen. Door de aanscherping van Richtlijn 290 van de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving komen de embedded derivaten in deze leningen eerder in aanmerking voor verwerking in de balans en winst en verliesrekening. Dit is zichtbaar geworden met ingang van de jaarrekeningen over verslagjaar 2014. Corporaties moeten vanwege de aanscherping van de richtlijn, contracten met embedded derivaten beoordelen en afzonderlijk waarderen. Als er geen nauw verband bestaat tussen de economische kenmerken en risico's van het in het contract besloten derivaat en de economische kenmerken en risico's van het basiscontract (de lening), moet het derivaat tegen de lagere reële waarde (dan de kostprijs) apart worden gewaardeerd.

Bij extendible leningen, waarbij de bank de keuze heeft op de renteherzieningsdatum te kiezen voor een variabele of vooraf overeengekomen vaste rente is er geen nauw verband tussen het derivaat en de lening en moet de waarde van het derivaat apart worden gewaardeerd en verwerkt in de winst- en verliesrekening vanaf Jaarrekening 2014.

Bij basisrentelening is er wel een nauw verband tussen de genoemde economische kenmerken en risico's. 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. De keuze om dergelijke leningen op de renteherzieningsdatum te beëindigen, is contractueel uitsluitend 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 herfinancieren⁷.

⁷ Zij zullen dat zo nodig ook kunnen omdat het hun eigen keuze is. Omdat banken die keuze niet hebben, loopt een corporatie bij deze leningen geen financierings-/liquiditeitsrisico.

Bij een extendible lening 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. Dit is vergelijkbaar met een verkochte receiver swaption. Beide soorten leningen zijn er in diverse varianten. Met deze afspraak loopt de corporatie het risico dat zij bij de herziening een hogere rente moet gaan betalen dan de marktwaarde op het moment van renteherziening. In ruil voor deze *afpraak* in het contract was de aanvansrente gebruikelijk lager dan de marktrente van dat moment.

167 corporaties beschikken volgens hun opgave voor € 14,2 miljard aan leningen met embedded derivaten. Daarvan betreft het voor ruim € 11,5 miljard aan basisrenteleningen en € 2,7 miljard aan extendible leningen en/ of overige leningen met embedded derivaten. Ultimo 2013 hadden corporaties nog opgegeven € 15,1 miljard aan leningen met embedded derivaten te hebben en is deze portefeuille met € 0,9 miljard afgenomen. De afname van de extendible/overige leningen met embedded derivaten is circa € 0,5 miljard.

3 Vergelijking derivatenportefeuilles maart 2016 en ultimo 2013

Wanneer de portefeuilles ultimo 2013 en maart 2016 worden vergeleken, ontstaat het in tabel 3 weergegeven beeld.

Tabel 3 Vergelijking derivatenportefeuille losstaande contracten ultimo 2013 en maart 2016 (x € 1.000,-)

	Vershil Notional	Vershil Marktwaarde
Caps, Floors en collars	-711.992	-4.232
Renteswaps (payer en receiver)	-1.348.614	-2.944.242
Forward Rate Agreements (FRA's)	-43.000	2.258
Gekochte swaptions (payer en receiver)	-5.780	-3.137
Verkochte swaptions (payer en receiver)	-166.500	-130.039
Gestructureerde derivaten	-18.000	-153.051
Anders	-65.300	-78.672
Totaal verschil 31 maart 2016 ten opzichte van 31 december 2013	-2.359.186	-3.311.115

De totale derivatenportefeuille bestaat qua volume voor voornamelijk uit gekochte payer swaps die doorgaans tot doel hebben het renterisico af te dekken. Contracten waar geen sprake is van een (volledige) hedgerelatie worden in de jaarrekening gewaardeerd tegen de marktwaarde en het verschil met de vorige waardering in de winst- en verliesrekening verwerkt.

De totale notional waarde van de derivatenportefeuille van alle corporaties samen is ten opzichte van de stresstest van 31 december 2013 met € 2,3 miljard (14,4 %) afgenomen, waarvan 8,6% komt door afname van de payer swaps. De omvang van de Caps, Floors en Collars daalde ten opzichte van 2013 relatief gezien het sterkst met 60,1%, door afloop van deze veelal kortdurende contracten.

Bij een ten opzichte van 2013 gelijk gebleven rente zou door de afname van de portefeuille en de kortere restantlooptijd ook de marktwaarde van de derivatenportefeuille minder negatief zijn geworden. Echter door de ten opzichte van 2013 scherp gedaalde rente is de marktwaarde € 3,3 miljard negatiever geworden, daar waar in 2013 ten opzichte van 2012 nog een verbetering van de marktwaarde van in totaal bijna € 1,1 miljard te zien was.

De marktwaardedaling heeft voor € 2,9 miljard betrekking op payer swaps. Er is een groot verschil in omvang (notional waarde) van derivaten tussen de portefeuille zonder en met tussentijdse marktwaardeverrekening (zie bijlage tabellen). De portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening heeft een omvang van € 10,5 miljard en de portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening een omvang van € 3,1 miljard. Deze laatste is in omvang daarom ruim drie keer kleiner.

Bij de portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening is een afname van 12,2% te zien en bij de portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening een afname van 15,1%. In enkele gevallen is er sprake geweest van verplaatsing van contracten naar de portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening. Dit na nadere bestudering van de contracten en overleg met de bank daarover. Bij de vergelijking moet in ogenschouw worden genomen dat de portefeuilles qua omvang gemeten naar onderliggende waarden (notionals) aanzienlijk verschillen. De portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening is met een omvang van € 10,5 miljard (notional waarde) het grootst en levert vooralsnog (met uitzondering van contracten met break clauses en termination events) geen direct liquiditeitsrisico op.

Het liquiditeitsrisico in de portefeuille zonder marktwaardeverrekening beperkt zich tot de contracten met break clauses en ad hoc omstandigheden die zich kunnen voordoen (zoals de in de contracten opgenomen early termination events, waaronder de genoemde toezichtbelemmerende bepalingen⁸) waarbij de bank het recht heeft om een contract tegen verrekening van de marktwaarde te ontbinden. In hoofdstuk 7 van deze rapportage wordt teruggekomen op de risico's uit hoofde van break clauses én de beheersing daarvan.

De meeste corporaties (68) hebben derivaten in de portefeuille zonder dat er sprake is van een tussentijdse marktwaardeverrekening. In totaal zijn er 47 corporaties een portefeuille met daarin contracten met tussentijdse marktwaardeverrekening⁹. De totale marktwaarde van de portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening uitgedrukt in een percentage van de onderliggende (notional) waarde is relatief gezien iets negatiever dan die van de portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening (42,6% ten opzichte van 44,7%). De marktwaarde van de producten die niet of slechts in beperkte mate dienstig zijn aan het afdekken van het renterisico (verkochte/geschreven swaptions en gestructureerde producten), zijn uitgedrukt in een percentage van de notional waarde aanzienlijk negatiever (70,8%), wat duidt op een grotere rentegevoeligheid. Een gering percentage van 20,9% van deze producten bevindt zich in de portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening. De marktwaarde van deze producten in deze portefeuille is minder negatief (30,5%) ten opzichte van de notional waarde van deze producten.

8 Toezichtbelemmerende bepalingen zijn bepalingen in een derivatencontract die de bank het recht geeft om het contract(en) te ontbinden als door of namens de minister een toezichtmaatregel jegens de corporatie neemt, zoals bijvoorbeeld het geven van een aanwijzing. Vanwege de impact (afrekenen van de marktwaarde) van het ontbinden contracten kan dat belemmerend werken bij de uitvoering van een toezichtmaatregel.

9 Zie de ook onderverdeling in hoofdstuk 1.

Naarmate payer swaps een langere looptijd hebben, is het liquiditeitsrisico (basispunt gevoeligheid) groter. Het verkorten van de looptijd van contracten verkleint daarmee het liquiditeitsrisico en is door diverse corporaties toegepast. De medewerking van de bank is daarbij wel vereist. Daarnaast zal de corporatie bij haar afweging de prijs betrekken die de bank voor het aanpassen van de looptijd berekent. 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 de Aw is gepubliceerd.

4 Ontwikkeling marktwaarde bij 1% en 2% rentedaling

In onderstaande tabel 4 wordt het effect op de marktwaarde ultimo 2016 gegeven bij een rentedaling van zowel 1%- als 2%-punt.

Tabel 4 Ontwikkeling marktwaarde bij 1% en 2% rentedaling (x € 1.000,-)

	Totale derivatenportefeuille	Portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening	Portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening
Marktwaarde 31 maart 2016	-6.060.491	-1.338.930	-4.721.561
Marktwaarde bij 1% rentedaling	-9.215.474	-2.095.046	-7.120.428
Marktwaarde bij 2% rentedaling	-13.487.658	-3.109.569	-10.378.089
Effect op de marktwaarde 31 maart 2016 bij 1% rentedaling	-3.154.983	-756.116	-2.398.867
Effect op de marktwaarde 31 maart 2016 bij 2% rentedaling	-7.427.167	-1.770.639	-5.656.528

Uit de tabel kan worden opgemaakt dat de marktwaarde van de portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening bij een rentedaling van 1%-punt € 756 miljoen negatiever wordt. Bij de stresstest van ultimo 2013 was dat nog ruim € 543 miljoen. Hieruit blijkt dat rentegevoeligheid bij het huidige renteniveau groter is geworden en niet volledig wordt gecompenseerd door onder andere de afname van de contracten en verkorting van de looptijden. Bij een rentedaling van 2%-punt wordt de marktwaarde € 1,7 miljard negatiever, bij de stresstest ultimo 2013 was dat nog € 1,3 miljard negatiever.

Om te bepalen welke bedragen aan collateral¹⁰ corporaties theoretisch zouden moeten storten bij deze renteniveaus, moet rekening gehouden worden met thresholds¹¹, al 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 (zie bijlage tabellen) valt op te maken dat er op peildatum maart 2016 sprake is van een totaal aan threshold van € 833 miljoen en is er op dat vlak ten opzichte van 2013 nauwelijks iets gewijzigd. Het bedrag aan gestort collateral is maart 2016 echter door de sterk gedaalde rente en daardoor gedaalde marktwaarde wel substantieel gewijzigd. Namelijk € 587 miljoen, waar dat in 2013 nog maar € 145 miljoen betrof.

Uit de opgave van de corporaties blijkt dat er bij 1% rentedaling ten opzichte van de marktwaarde ultimo maart 2016 € 610 miljoen (in 2013 € 321 miljoen) aan collateral moet worden gestort. Dat is € 289 miljoen meer dan bij de stresstest ultimo 2013.

¹⁰ Te storten onderpand als waarborg (afdekken debiteurenrisico).

¹¹ Dit is de drempelwaarde voor de verrekening van de margin call. Het is een onderhandelingsresultaat en geeft weer hoeveel kredietrisico de partijen bereid zijn te aanvaarden op elkaar, voordat men tot tussentijdse verrekening overgaat.

Geen enkele corporatie geeft op dat er andere zekerheden moeten worden aangebracht dan cash collateralstortingen als gevolg van daling van de marktwaarde. Alle derivatencontracten uit de portefeuille waar tussentijds de marktwaarde wordt verrekend vergen cashstortingen bij rentedalingen. Corporaties verwachten gezamenlijk bij 2%-punt rentedaling (op moment van de peildatum maart 2016) theoretisch een bedrag van € 1,1 miljard extra aan collateral te moeten storten.

5 Buffers die corporaties aanhouden om aan margin calls te kunnen voldoen

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 maatregelen treffen (buffers aanleggen). De wet (artikel 8 lid 1 van de beleidsregels derivaten) schrijft voor dat Toegelaten Instellingen de uit de derivatenportefeuille voortvloeiende liquiditeitsverplichtingen ten gevolge van een daling van de vaste rente in de markt met 2%-punt moeten kunnen opvangen.

Corporaties hebben opgave gedaan van middelen die daartoe aangehouden worden. In onderstaande tabel is de door corporaties aangehouden buffer weergegeven.

Tabel 5 Middelen die corporaties aanhouden voor het opvangen van margin calls

	Bedragen (in € 1.000)
Buffer per 31 maart 2016	
Bank en deposito's	738.168
Obligaties en andere rentedragende effecten	23.921
Geldmarktfondsen	0
Overig	33.281
Kredietfaciliteit met een bank om een directe liquiditeitsbehoefte in relatie tot calls uit hoofde van derivaten op te kunnen vangen	1.505.793
Totaal van de buffer	2.301.163

Uit de tabel valt af te leiden dat de corporaties met derivaten gezamenlijk ruim € 2,3 miljard aan faciliteiten achter de hand houden om onder andere aan de (in de vorige paragraaf genoemde) € 1,1 miljard aan verplichtingen uit hoofde van margin calls bij 2%-punt rentedaling te kunnen voldoen. Ultimo 2013 gaf men een buffer op van bijna € 1,9 miljard. Ondanks de extra collateral stortingen hebben de corporaties de buffer goed kunnen aanvullen. Een aantal corporaties maakt gebruik van de mogelijkheden die het Eigen Middelenbeleid van WSW biedt voor de aanleg van een buffer. Daarnaast wordt ook gebruik gemaakt van variabele hoofdsomleningen die bij het aangaan van de lening slechts voor een beperkt deel is afgestort en waar corporaties volstorting kunnen eisen als dat nodig is voor collateral stortingen. Uit de tabel valt op te maken dat kredietfaciliteiten, waaronder de variabele hoofdsomlening behoort, € 1,5 miljard van de buffer betreft en voor het banksaldi en deposito's € 738 miljoen betreft.

Uit de uitslag van de stresstest blijkt dat alle corporaties op de peildatum voldoende buffer hebben. De meeste corporaties hebben een hogere buffer opgegeven dan strikt genomen noodzakelijk om aan eventuele collateralverplichtingen bij 2% rentedaling te kunnen voldoen. Dat is een verstandig beleid en houdt ook verband met de aanleg van buffers voor contracten met een breakclause (zie hoofdstuk 7), zoals ook die uit de portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening. Volgens de opgaven van alle corporaties samen is op peildatum 31 maart 2016 en rekening houden met een rentedaling van 2%-punt, een buffer nodig van € 1,1 miljard. Op sectorniveau is er sprake van een beschikbare buffer die € 1,2 miljard hoger is, waarvan € 926 miljoen vooral betrekking heeft op corporaties met contracten met een breakclausule.

Een hogere buffer om tussentijdse marktwaardeverrekeningen te kunnen opvangen is ook nodig om renteschommelingen op te kunnen vangen om permanent aan de wet (de buffereis uit artikel 8 van de beleidsregels derivaten) te kunnen voldoen. Als een corporatie net toereikende buffer heeft en geen aanvullende maatregelen meer in petto heeft, zal men bij een rentedaling op enig moment niet meer compliant zijn aan de wet. De corporatie moet dit direct melden bij de Aw via de meldingsapplicatie van CorpoData. Een corporatie moet dan binnen vier weken een plan van aanpak opstellen om op korte termijn weer aan de buffereis uit de wet te kunnen voldoen. Vanuit toezicht zal dan ook gekeken worden in hoeverre de governance/interne beheersing op orde is.

6 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.

Uit de op de peildatum 31 maart 2016 uitgevoerde stresstest komt naar voren dat alle corporaties compliant zijn aan de wet (artikel 8 van de beleidsregels derivaten) en over een buffer beschikken om margin calls bij een rentedaling van 2%-punt, op te kunnen vangen.

Dat betekent dat alle corporaties voldoende maatregelen hebben genomen om de buffervoorziening overeenkomstig artikel 8 van de beleidsregels op peil te houden, ondanks de ten opzichte van ultimo 2013 sterk gedaalde rente.

De maatregelen die genoemde corporaties hebben kunnen nemen om te kunnen voldoen aan de stresstest betroffen onder meer:

- het gebruik maken van het Eigen Middelenbeleid van WSW en het aanvullen van hun buffers al dan niet met variabele hoofdsomleningen;
- het verkorten van de looptijd van derivatencontracten;
- afspraken met een bank voor (tijdelijke) 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 WSW als zekerheid ingebrachte DAEB bezit.
- het unwinden van contracten

Een ander middel om het liquiditeitsrisico te verkleinen is het laten doorzakken van derivaten in een nieuwe lening. Het derivatencontract wordt daarbij ontbonden en de (negatieve) marktwaarde ervan wordt verwerkt in het rentetarief van een basisrentelening en daarmee uitgesmeerd over de looptijd van de lening. De af te rekenen marktwaarde van het derivaat wordt dan in principe gefinancierd door de hogere rente dan de marktrente in de nieuwe lening.

Basisrenteleningen bevatten een embedded derivaat en zijn eerst na wijziging van de beleidsregels derivaten toegestaan in specifieke situaties, namelijk als ze worden ingezet in het kader van een door de Aw goedgekeurd herstelplan gericht op het weer kunnen voldoen aan artikel 8, eerste lid, van de beleidsregels derivaten of op het afbouwen van derivaten met toezichtbelemmerende clausules conform artikel 10, eerste lid van dezelfde beleidsregels derivaten.

7 Ontwikkeling break clauses

Bij de huidige stresstest met peildatum 31 maart 2016 is een gedetailleerdere opvraag gedaan van contracten met een breakclause¹² in de periode maart 2016 tot en met 2020. Corporaties hebben voor de twee te onderscheiden portefeuilles, met- en zonder tussentijdse marktwaardeverrekening zowel de notionalwaarden als de marktwaarden moeten opgeven en eveneens rekeninghoudend met 2% rentedaling. Ook uit de opgaven bij de vorige stresstesten bleek al dat vanaf 2018 het volume (notional waarde) en daarmee ook het liquiditeitsrisico van de contracten met een breakclause in de betreffende jaren ten opzichte 2016 en 2017, substantieel toeneemt. De opgevraagde marktwaarden geeft nu een direct inzicht in het liquiditeitsrisico op het renteniveau van de peildatum en eveneens als de rente vanaf dat niveau nog eens met 2% zou dalen. De reden om een opgave te vragen voor de afzonderlijke portefeuilles is gelegen in het feit dat voor contracten met een breakclause die verder dan een jaar vooruit ligt in principe nog geen wettelijk verplichte buffer hoeft te worden aangehouden. Voor contracten met een breakclause in de portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening moet dat wel. Voor deze laatste contracten is dan al wel een buffer aangelegd, maar kan het zijn dat die nog moet worden aangevuld vanwege het bedrag aan threshold¹³ waar de buffer mogelijk nog geen rekening mee houdt voor de contracten met een break langer dan een jaar vooruit.

Bij de opgave 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 laat dat afhangen van omstandigheden die de bank daarbij afweegt. Bij een mandatory breakclause wordt op een vooraf afgesproken tijdstip het contract ontbonden. Uit hoofde van risicobeheersing, moet een corporatie er te allen tijde vanuit gaan dat een bank een contract op de betreffende breakdatum ontbindt. Als een contract wordt ontbonden is dat tegen de op dat moment geldende marktwaarde. Dit levert een liquiditeitsrisico op voor corporaties.

12 Een contractuele bepaling over de (eventuele) ontbinding van het contract op een vooraf bepaalde datum tegen afrekening van de marktwaarde van het contract.

13 Bij een tussentijdse marktwaardeverrekening (storten collateral) wordt rekening gehouden met een eventuele threshold afspraak. Als de marktwaarde zich boven de threshold afspraak beweegt, moet het verschil als collateral worden gestort. Bij het ontbinden van een contract door een break moet de corporatie de (op dit moment) negatieve marktwaarde direct met de bank afrekenen.

Tabel 7 Overzicht contracten met een breakclause in de totale derivatenportefeuille (in € 1.000, -)

Jaar	Totaal van de onderliggende waarde (notional)	Totaal van de marktwaarde	Totaal van de marktwaarde bij rentedaling van 2% (-/-200 basispunten)	Gestort collateral voor deze contracten in de te onderscheiden jaren
2016	58.000	-26.749	-56.291	-
2017	137.000	-87.157	-175.052	4.298
2018	438.775	-437.565	-1.055.602	15.295
2019	611.082	-331.665	-859.880	50.437
2020	795.875	-540.122	-1.411.782	167.145

Uit tabel 7 kan worden afgeleid dat de omvang van contracten met break clauses in de betreffende jaren tot en met 2017 nog gering is. Vanaf 2018 neemt de omvang van contracten met een breakclause in de betreffende jaren substantieel toe.

Verschillen met voorgaande jaren kunnen te maken hebben met het feit dat diverse corporaties met instemming van de bank ervoor gekozen hebben om de breakdata van contracten naar latere jaren te verschuiven en/of op te knippen in kleinere delen. Een en ander is toegestaan als uitzondering op de beleidsregels derivaten, ook is het daarbij geoorloofd om mutual break clauses om te zetten in mandatory break clauses. Dat laatste wordt vaak als voorwaarde door banken gesteld in ruil voor medewerking aan het aanpassen van de breakdata.

Uit de tabel kan ook worden opgemaakt wat het liquiditeitsbeslag/-risico is als de contracten in een betreffend jaar moeten worden ontbonden, uitgaande van het renteniveau op de peildatum. Ook wat de marktwaarde is en het daaraan verbonden liquiditeitsbeslag/risico bij 2%-punt rentedaling. In 2018 zou dat bij het renteniveau op de peildatum, € 437 miljoen zijn minus het al gestorte collateral.

Als de rente ten opzichte van het niveau op de peildatum nog 2%-punt zou zakken, dan zou ruim € 1 miljard aan marktwaarde moeten worden verrekend. Als de jaren 2018 en 2019 worden vergeleken, dan is te zien dat bij een grotere omvang in notionalwaarde in 2019 per saldo een minder negatieve marktwaarde wordt opgegeven dan in 2018. De verklaring daarvoor ligt vermoedelijk in de looptijd en de overeengekomen rentes van de contracten. Vermoedelijk hebben de contracten in 2018 een langere looptijd dan de opgegeven contracten in 2019.

Ook kan een verschil in contracten een rol spelen. De rentegevoeligheid van gestructureerde derivaten (veelal gekoppeld aan een index, geïntegreerde optie of formule om de rente te bepalen), blijkt veelal groter te zijn dan die van de standaard plain-vanilla payer swaps, die uitsluitend een vaste en variabele rente hebben.

De volgende tabellen geven inzicht in de verdeling van de derivatencontracten met break clauses in de beiden te onderscheiden portefeuilles zonder en met tussentijdse marktwaardeverrekening. Dat inzicht is van belang omdat voor derivatencontracten in de portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening al een verplichte buffer¹⁴ moet worden aangehouden en er uit dien hoofde al een voorziening aanwezig is die (deels) ook toereikend is om de marktwaarde van deze contracten bij een break af te rekenen. Dat geldt niet voor de contracten in de portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening.

Tabel 8 Overzicht contracten met een breakclause in de portefeuille uit de portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening (in € 1.000,-)

Jaar	Totaal van de onderliggende waarde (notional)	Totaal van de marktwaarde	Totaal van de marktwaarde bij rentedaling van 2% (-/200 basispunten)
2016	33.000	-7.040	-12.046
2017	122.000	-79.448	-155.224
2018	384.125	-397.617	-957.504
2019	447.832	-272.685	-708.764
2020	410.125	-275.252	-732.062

Tabel 9 Overzicht contracten met een breakclause in de portefeuille uit de portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening (in € 1.000, -)

Jaar	Totaal van de onderliggende waarde (notional)	Totaal van de marktwaarde	Totaal van de marktwaarde bij rentedaling van 2% (-/200 basispunten)	Gestort collateral voor deze contracten in de te onderscheiden jaren
2016	25.000	-19.709	-44.245	0
2017	15.000	-7.709	-19.828	4.298
2018	54.650	-39.948	-98.098	15.295
2019	163.250	-58.980	-151.116	50.437
2020	385.750	-264.870	-679.720	167.145

Als de twee tabellen worden vergeleken, dan komt hier ook tot uiting dat de omvang van de contracten in de portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening aanmerkelijk groter is.

Voor de derivatencontracten met een breakclause in die portefeuille moet een corporatie specifieke voorzieningen treffen om de marktwaarde met een bank af te kunnen rekenen als deze het contract op de breakdatum wil ontbinden.

Voor contracten met een breakdatum kleiner dan een jaar vooruit moet een corporatie vanuit de regelgeving een buffer aanhouden ter grootte van de marktwaarde en tevens rekening houdend met een rente die 2%-punt lager ligt.

¹⁴ Rekening houdend met threshold en andere afspraken met de bank zoals eerder genoemd.

Uit risicobeheersing wordt van corporaties verwacht dat zij maatregelen nemen om ook de gevolgen van het afbreken van contracten met een latere breakdatum te beheersen. De Aw heeft van corporaties met derivatencontracten met break clauses (tot en met 2020) zogenoemd *breakplannen* ontvangen met maatregelen om deze risico's te mitigeren en op te kunnen vangen.

Zoals aangegeven hebben corporaties met breakcontracten in de portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening (deels) al een buffervoorziening om ook bij een break de marktwaarde met een bank af te kunnen rekenen.

Het hebben van een breakplan met adequate maatregelen is van groot belang om het liquiditeitsrisico van het tussentijds beëindigen van contracten te mitigeren. Er zijn 36 corporaties die derivatencontracten hebben met een breakclause in de jaren tot en met 2020. 34 van deze corporaties beschikken over een breakplan, twee zijn deze nog aan het maken. Naarmate de breakmomenten in de tijd gezien dichterbij liggen, is de uitvoering van de maatregelen concreter.

Naast (binnen de regelgeving geoorloofde) aanpassingen in de contracten zelf (breakmomenten verdelen en naar achteren schuiven in de tijd) wordt ook een voorziening opgebouwd om het liquiditeitsbeslag bij een break te kunnen financieren. Corporaties zijn in veel gevallen zichtbaar bezig financieringsfaciliteiten hiervoor op te bouwen. De Aw beoordeelt deze plannen of ze adequaat genoeg zijn om de risico's afdoende te mitigeren casu quo dat de uitvoering van deze plannen voorkomen dat corporaties door het moeten afrekenen van de marktwaarde bij een break, in de liquiditeitsproblemen komen. De uitvoering de komende jaren wordt door de Aw scherp gemonitord.

Na het unwinden van een derivatencontract dat in de meeste gevallen gehedged is met een variabele lening zal er een renterisico ontstaan dat kan worden opgelost door herstructurering van de variabele lening in een voor een bepaalde looptijd vastrentende lening. Bij gelijktijdige unwinding van het derivatencontract en de herfinanciering van de onderliggende lening, zijn de rentelasten van de nieuwe lening (bij het renteniveau op het moment van de stresstest) lager dan die voortvloeiden uit het derivatencontract. De economische *schade* van het unwinden van het derivatencontract wordt hiermee beperkt, deze is uiteraard ook afhankelijk van de condities waaronder de herfinanciering kan plaatshebben. In de stresstest maart 2016 hebben drie corporaties een opgave gedaan van een breakclause (waarvan één met een contract in de portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening) binnen een jaar na peildatum. Uit de opgave van deze corporaties blijkt dat men daar in de buffers toereikende voorzieningen voor heeft getroffen.

8 Tijdigheid indiening van de gegevens en kwaliteit van de aangeleverde informatie

Corporaties moesten de gegevens uiterlijk 25 april 2016 bij de Aw indienen. Op 26 april had 9,4% (33) van de 350 corporaties nog geen opgave gedaan. De meeste corporaties die dat betrof hadden geen *losstaande* derivatencontracten, maar moesten dat door middel van een bestuursverklaring wel aangeven, terwijl ook een actuele opgave wel werd gevraagd van leningen met embedded derivaten. Bij een uitgevoerde plausibiliteitscontrole bleek bij verschillende corporaties een onvolkomenheid in hun opgave, meest door onzorgvuldigheid en onvoldoende doornemen van de gegevensopvraging. Bij enkele corporaties was dat het gevolg van onvoldoende aanwezige kennis. Dit krijgt nadrukkelijk aandacht bij de beoordeling van (de governance) van de corporatie als onderdeel van de interne beheersing van de derivatenportefeuille, zoals daar ook eisen zijn gesteld in de beleidsregels derivaten/ het BTIV.

9 Ontwikkeling van de totale portefeuille per ultimo 2016 van de vijfendertig corporaties die ultimo 2014 geselecteerd waren voor de stresstest derivaten

Het voormalig CFV heeft in 2014 op basis van een risicogerichte benadering, 35 corporaties geselecteerd voor een stresstest derivaten met peildatum 31 december 2014. Op peildatum 31 december 2014 was al sprake van een aanzienlijke rentedaling ten opzichte van ultimo 2014.

In de bijlagetabellen bij deze rapportage is de ontwikkeling opgenomen van de portefeuilles en buffers van deze 35 corporaties.

Het aandeel van de portefeuilles van deze 35 corporaties ten opzichte van de totale derivatenportefeuille van alle 115 corporaties is niet noemenswaardig veranderd.

Ultimo 2016 is deze in de portefeuilles zonder – en met tussentijdse marktwaardeverrekening respectievelijk 22,3% en 61,5%. Ook sinds 2014 is bij deze 35 corporaties ten aanzien van de genoemde portefeuilles een afname waar te nemen, respectievelijk met 10% en 2,9%. De afname in de portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening is dus duidelijk geringer.

De buffer om liquiditeitsrisico's op te vangen is toegenomen met € 115,5 miljoen naar ruim € 1,2 miljard. Ook rekening houdend met een rentedaling van 2%-punt is het bufferoverschot toegenomen van € 226,1 miljoen naar € 412,4 miljoen.

De verdere opbouw van de buffer heeft in belangrijke mate te maken met het treffen van een voorziening voor derivatencontract met een break in de komende jaren.

Ten opzichte van 2014 is vanwege de verdere rentedaling een bedrag van € 138,7 miljoen extra aan collateral gestort. Het totaal bedrag aan collateralstorting op peildatum 13 maart 2016 is € 412,4 miljoen.

10 Toezicht door de Aw

Derivaten zijn complexe financiële producten, die niet zonder risico zijn en waar grote bedragen mee zijn gemoeid. Daarom houdt de Aw gericht toezicht op de risicobeheersing door corporaties ten aanzien van hun derivatenportefeuilles. Extra aandacht wordt daarbij gegeven aan de 36 corporaties met breakclausules in de derivatencontracten en de plannen die ze hebben om de risico's te mitigeren en op te kunnen vangen. Daarnaast gaat de Aw ook in de toekomst na of de corporaties de, volgens de regelgeving voorgeschreven, buffers aanhouden.

Bijlage

Tabellen

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

Derivatenpositie per 31 maart 2016	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	0	0	0	0
Floors	0	0	0	0
Collar	9.000	-250	1.540	0
Renteswaps payer	2.749.282	-1.301.859	189.716	157.024
Renteswaps receiver	142.931	36.930	0	0
Forward Rate Agreements (FRA's)	0	0	0	0
Gekochte swaptions payer	0	0	0	0
Gekochte swaptions receiver	0	0	0	0
Verkochte swaptions payer	10.000	-2.725	0	0
Verkochte swaptions receiver	93.000	-45.564	0	0
Futures of andere op een beurs verhandelde derivaten	0	0	0	0
Gestructureerde derivaten - Constant Maturity Swaps	64.500	22.539	0	0
Gestructureerde derivaten - Swaps gelinked aan een index	50.000	-37.157	0	0
Gestructureerde derivaten - Swaps gelinked aan een	0	0	0	0
Anders	24.600	-10.844	27.500	0
Threshold of afgesproken bedrag indien op bankniveau afspraken zijn gemaakt en niet op basis van de afzonderlijke contracten			615.196	430.443
Gestort collateral voor zover dat geldt op bankniveau en niet op basis van afzonderlijke contracten				
Totaal	3.143.313	-1.338.930	833.952	587.467

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

Derivatenpositie per 31 maart 2016	Totaal van de onderliggende waarde (notional)	Totaal van de marktwaarde
Caps	427.503	3.196
Floors	9.750	-154
Collar	27.175	-4.952
Renteswaps payer	8.879.026	-4.116.044
Renteswaps receiver	197.000	43.999
Forward Rate Agreements (FRA's)	0	0
Gekochte swaptions payer	99.220	582
Gekochte swaptions receiver	0	0
Verkochte swaptions payer	172.800	-150.097
Verkochte swaptions receiver	16.500	-8.416
Futures of andere op een beurs verhandelde derivaten	0	0
Gestructureerde derivaten - Constant Maturity Swaps	115.000	-40.466
Gestructureerde derivaten - Swaps gelinked aan een index	398.900	-301.416
Gestructureerde derivaten - Swaps gelinked aan een gespecificeerde formule	152.500	-138.993
Anders	60.100	-8.800
Totaal	10.555.474	-4.721.561

Tabellen vergelijking stresstest derivaten ultimo 2014 bij 35 corporaties**Portefeuille zonder tussentijdse marktwaarde verrekening (in € 1.000,-)**

	Portefeuille met tussentijdse marktwaarde verrekening		Portefeuille zonder tussentijdse marktwaarde verrekening	
	2013	2016	2013	2016
Renteswaps payer	3.042.557	2.749.282	9.764.354	8.879.026
Caps	9.588	0	925.388	427.503
Derivaten niet meer passend binnen de wet	526.418	394.031	1.746.868	1.248.945
Totaal	3.578.563	3.143.313	12.436.610	10.555.474

Portefeuille met tussentijdse marktwaarde verrekening (in € 1.000,-)

Jaar	Notional	Marktwaarde	Marktwaarde bij -/1%	Marktwaarde bij -/2%
2016	1.932.121	-821.600	-1.289.716	-1.933.386
2014	1.989.716	-689.799	-1.110.997	-1.691.419
Verschil	-57.595	-131.801	-178.719	-241.967
In %	-2,9%			

Threshold, gestort collateral en buffer (in € 1.000,-)

Jaar	Threshold	Gestort collateral	Buffer	Bufferoverschot bij -/1%	Bufferoverschot bij -/2%
2016	455.186	350.595	1.281.088	808.370	412.434
2014	454.906	211.830	1.165.548	675.869	226.186
Verschil	280	138.765	115.540	132.501	186.248
In %	0,1%	65,5%			

Onderzochte populatie 2014 in relatie tot volledige populatie 2016 (in € 1.000,-)

Onderzochte populatie 2014 in relatie tot volledige populatie 2016 (Bedragen x €1.000)	Portefeuille van alle 115 corporaties	35 in 2014 onderzochte corporaties obv opgave 2016	35 in 2014 onderzochte corporaties in % van totale opgave 2016
Notional waarde portefeuille Zonder tussentijdse marktwaardeverrekening	10.555.474	2.351.549	22,3%
Notional waarde portefeuille Met tussentijdse marktwaardeverrekening	3.143.313	1.932.121	61,5%

Dit is een uitgave van de

Inspectie Leefomgeving en Transport

Postbus 16191 | 2500 BD Den Haag
088 489 00 00

www.ilent.nl
augustus 2016