

**CENTRAAL FONDS VOLKSHUISVESTING**

Stresstest liquiditeitsrisico  
derivatenportefeuille bij 167 corporaties

Peildatum 30 juni 2012

Baarn, 16 augustus 2012

**2012**

## Samenvatting en conclusies

Het Fonds heeft op peildatum 30 juni 2012 opnieuw onderzocht of corporaties met een derivatenportefeuille voldoende buffers aanhouden om aan bijstortverplichtingen (margin calls) of het anderzijds verstrekken van zekerheden te kunnen voldoen bij een fictieve rentedaling van 1%. De gegevensopvraag is gedetailleerder geweest dan bij de vorige stresstest waardoor er een verbeterd inzicht in de derivatenportefeuilles is ontstaan. De portefeuilles met en zonder tussentijdse marktwaardeverrekening zijn nu afzonderlijk opgevraagd en de derivatencontracten zijn nu onderscheiden naar aankoop of verkoop. Ten opzichte van de eerder uitgevoerde stresstest per 31 december 2011 is ook rekening gehouden met de consequenties van het ontbinden van contracten als gevolg van breakclauses met een breakdatum in 2012. Er zijn 167 corporaties (inclusief Vestia) met een derivatenportefeuille. Binnen deze groep zijn er 53 corporaties die contracten hebben met een verplichting om tussentijds schommelingen in de marktwaarde te verrekenen.

Ten opzichte van de stresstest per ultimo 2011 is de langetermijnswaprente met circa 0,4% gedaald. Desondanks hebben vijf van de negen (acht + één) corporaties die waren gezakt voor de stresstest per 31 december 2011, de stresstest per 30 juni 2012 wel met succes doorstaan. Deze corporaties blijken afdoende maatregelen genomen te hebben om het liquiditeitsrisico terug te brengen en de meeste daarvan zijn bezig om het liquiditeitsrisico nog verder terug te brengen.

Er zijn vier corporaties die per 30 juni 2012 nog niet aan de stresstest voldoen. Deze corporaties behoren tot de groep die de stresstest per ultimo 2011 ook niet doorstonden. Deze vier corporaties zijn zonder uitzondering bezig met maatregelen om het liquiditeitsrisico terug te brengen en worden door het Fonds op de voet gevolgd in het tot stand brengen van maatregelen en de uitvoering daarvan. Twee van de vier corporaties zijn door het Fonds onder verscherpt toezicht gesteld omdat deze in acute problemen zijn gekomen. De uitvoering van de maatregelen blijkt in de praktijk meer tijd te kosten dan is gewenst en voorzien. De afbouw van de contracten met negatieve marktwaarden vergt dat relatief omvangrijke verliezen moeten worden genomen. De financiering daarvan blijkt in de praktijk moeilijk op korte termijn te regelen. Zo neemt de verkoop van woningbezit en het doorvoeren van lastenbesparingen enige tijd in beslag en wordt het doorzakken van contracten in leningen door het WSW slechts in uiterste gevallen toegestaan. Verder blijken banken op dit moment niet of nauwelijks genegen om thresholds te verhogen of anderzijds kredietfaciliteiten te verstrekken.

Positief is dat de andere corporaties met een derivatenportefeuille en ook de andere corporaties die ultimo 2011 de stresstest niet doorstonden, dat nu wel doen, ondanks de gedaalde marktrente. Daaruit blijkt dat zij afdoende maatregelen hebben genomen. Uit contacten met corporaties blijkt dat zij bezig zijn om het liquiditeitsrisico verder terug te brengen.

Corporaties ervaren dat de buffers die zij moeten aanhouden om een renteschok van -1% op te kunnen vangen, in wezen 'dood' geld is dat niet verder voor de volkshuisvesting kan worden ingezet. Zoals in het derivatenrapport 'Renterisico's beheerst of financiële risico's vergroot' van het Fonds is aangegeven, dienen corporaties de kosten van het aanhouden van liquiditeitsbuffers mee te nemen bij de afweging voor het gebruik van derivaten.

De onderliggende waarde (notional) van de derivatenportefeuille van deze 167 woningcorporaties samen is € 18,5 miljard. Dat betekent een toename van € 0,6 miljard ten opzichte van ultimo 2011. Per saldo is er maar een gering verschil van 3,3%. De afgebouwde derivatenportefeuille van Vestia zit nu in de opgave en verder is geconstateerd dat enkele corporaties bij de opgave van sommige gestructureerde contracten ultimo 2011 een nettopositie hebben opgegeven. De mutatie in de omvang van de samenstelling van de contracten is opvallend. Zo valt bij de renteswaps een toename van € 1,5 miljard aan notional te constateren en een afname van € 0,5 miljard bij de caps, floors en collars samen. Ook is er een afname van de gestructureerde en niet nader benoemde derivaten met ruim € 0,3 miljard aan notional.

Als gekeken wordt naar de afzonderlijke portefeuilles met en zonder tussentijdse marktwaardeverrekening, zijn er grote verschillen te constateren. De portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening waarmee corporaties liquiditeitsrisico lopen, is met € 5,4 miljard aan notional aanmerkelijk geringer dan de portefeuille met contracten zonder tussentijdse marktwaardeverrekening van notional: die bedraagt € 13,1 miljard. Deze portefeuilles hebben medio 2012 een marktwaarde van respectievelijk € 1,1 miljard negatief en € 2,9 miljard negatief. De omvang van de payerswaps binnen beide portefeuilles is het grootst, namelijk € 14,2 miljard notional. Daarnaast zijn er nog gekochte payerswaptions met een notional van € 299 miljoen. De gekochte caps, floors en collars met een nominale onderliggende waarde van € 1,6 miljard leveren geen liquiditeitsrisico op. Dat betekent dat een notional waarde van € 2,4 miljard resteert aan overige producten die vanwege de aard daarvan niet passen bij een woningcorporatie aangezien deze niet (eenduidig) zijn gericht om renteniveaus 'in te locken' of te cappen.

Deze contracten hebben medio 2012 een negatieve marktwaarde van € 0,4 miljard en zijn door een beperkt aantal van 17 corporaties aangeschaft. Dit verlies zal genomen moeten worden bij de afbouw van de betreffende portefeuilles op het moment dat deze producten niet meer toegestaan zullen zijn voor woningcorporaties. Als gekeken wordt naar het ophanden zijnde rijksbeleid om ook de looptijd van de payerswaps in sterke mate te begrenzen, valt te voorzien dat bij een gelijkblijvende rentestand ook een deel van de negatieve marktwaarde van de payerswaps (medio 2012 -/- € 3,5 miljard) als verlies moet worden genomen.

De corporaties met een derivatenportefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening beschikken gezamenlijk over een buffer van circa € 1,3 miljard tegenover een gezamenlijke bijstortverplichting van € 0,9 miljard bij een fictieve rentedaling van 1%. Contracten die een tussentijdse verrekening vergen in de vorm van (hypothecaire) zekerheden, zijn beperkt. Bij 1% rentedaling kan bij deze contracten gevraagd worden om voor een bedrag van € 2,9 miljoen aan zekerheden te leveren, terwijl corporaties opgeven daarvoor gezamenlijk een bedrag van € 36,3 miljoen voorhanden te hebben. De conclusie is dat corporaties met een derivatenportefeuille gezamenlijk over voldoende buffers beschikken om bij de rentestand per 30 juni 2012 een renteschok van -1% op te kunnen vangen.

De kwaliteit van de door de corporaties aangeleverde informatie is ten opzichte van de vorige stresstest verbeterd. De nieuwe daarvoor gemaakte opvraagapplicatie met plausibiliteitstoetsen tijdens de opgave van de gegevens heeft daar mogelijk een bijdrage aan geleverd.

## **Inleiding**

Het Fonds heeft opnieuw een stresstest uitgevoerd bij corporaties met een derivatenportefeuille. Daartoe is eerst bij alle corporaties nagegaan of zij over een derivatenportefeuille beschikken. Bij corporaties die beschikken over een derivatenportefeuille is vervolgens nagegaan of zij op peildatum 30 juni 2012 kunnen voldoen aan onderpandverplichtingen bij een fictieve rentedaling van 1%. Ten opzichte van de eerder uitgevoerde stresstest per 31 december 2011 is ook rekening gehouden met de consequenties van het ontbinden van contracten als gevolg van breakclauses met een breakdatum in 2012. Dat betekent dat corporaties in die gevallen daarmee rekening moeten houden en de omvang van de buffer daarop is berekend. Bij de gegevensopvraging is nu onderscheid gemaakt tussen portefeuilles met- en zonder tussentijdse verplichting om marktwaardeverschillen te verrekenen (CSA en vergelijkbare bepalingen).

Corporaties moeten zelf periodiek toetsen in hoeverre ze de liquiditeitsrisico's uit hoofde van de derivatenportefeuille beheersen en daar in voldoende mate op anticiperen. Het Fonds ziet de gegevensopvraag daarom niet zozeer als een administratieve belasting voor corporaties aangezien ervan uit wordt gegaan dat corporaties al over de opgevraagde informatie zullen beschikken. Als dat niet het geval mocht zijn, worden zij op nut en noodzaak daarvan gewezen.

Corporaties die de stresstest doorstaan, tonen daarmee aan het liquiditeitsrisico uit hoofde van de derivatenportefeuille te beheersen. Corporaties die niet voor de stresstest slagen worden door het Fonds gemonitord op het nemen van adequate maatregelen om hun risicobeheersingsinstrumentarium op dat vlak op orde te brengen.

De opvraag van de gegevens is, anders dan bij de voorgaande stresstest, gerealiseerd via een daarvoor ontwikkelde webapplicatie. Dit heeft voordelen voor zowel de corporaties als het Fonds. Zo is de autorisatie en beveiliging beter gewaarborgd, zijn er toelichtingen beschikbaar bij het invullen en zijn er op onderdelen plausibiliteitstoetsen voor betere waarborg 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 en de uitkomsten van de stresstest zijn ontleend aan de eigen opgave van de corporaties. Deze opgaven zijn via een bestuursverklaring geautoriseerd. Het Centraal Fonds kan geen verantwoordelijkheid nemen voor de juistheid 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 hernieuwde stresstest is vanwege de ten opzichte van 31 december 2011 gedaalde swaprentes ook een toets of corporaties hun 'buffers' toereikend houden bij gewijzigde marktomstandigheden. De langetermijnswaprentes met looptijden van 20-50 jaar schommelde eind 2011 tussen de 2,7% en 2,5% en eind juni tussen de 2,2% en 2,3%. Eind mei, begin juni zijn de langetermijnswaprente zelfs gedaald naar een historisch laag niveau van 1,8%. Dit heeft bijgedragen aan de bewustwording bij corporaties over de liquiditeitsrisico's met derivaten. Zo blijkt onder andere uit de voornemens van een aantal corporaties om onder meer derivaten te willen laten 'doorzakken' in leningen. De gedetailleerdere opvraag geeft ook een beter beeld van de portefeuilles van corporaties. Er is een beter inzicht ontstaan in de samenstelling en omvang van de portefeuilles met en zonder tussentijdse marktwaardeverrekening. Daarmee is ook inzicht ontstaan in welke delen van de derivatenportefeuille niet passend zijn in het licht van de nog door het ministerie uit te brengen beleidsregels inzake het gebruik van financiële derivaten door toegelaten instellingen'. Het gaat daarbij met name om instrumenten die veelal niet of niet uitsluitend zijn ingezet om renterisico's af te dekken zoals gestructureerde derivaten en geschreven swaptions.

## **Samenstelling en omvang derivatenportefeuilles van 167 corporaties inclusief Vestia<sup>1</sup>**

Met de gedetailleerdere opvraag is een goed beeld ontstaan van de (samenstelling van) de afzonderlijke portefeuilles met- en zonder tussentijdse marktwaardeverrekening. Daarmee is ook duidelijker geworden wat de samenstelling en omvang van de portefeuille is waarmee het (grootste) liquiditeitsrisico wordt gelopen. Als gekeken wordt naar de twee verschillende portefeuilles, die zonder en met tussentijdse marktwaardeverrekening, dan is er een groot verschil in de omvang van deze portefeuilles gemeten naar onderliggende waarden (notionals).

De portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening heeft een notional van € 13,1 miljard en de portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening een notional van € 5,4 miljard (zie bijlage 'Tabellen en grafieken'). Behoudens andere afspraken en voorwaarden die kunnen zijn vastgelegd in de derivatencontracten (zoals breakclauses en termination events), lopen corporaties in de eerstgenoemde portefeuille geen liquiditeitsrisico omdat tussentijds geen collateral hoeft te worden gestort als gevolg van een gewijzigde marktwaarde door een daling van de swaprentes. Voor de andere, in omvang kleinere, portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening geldt dat wel. Bij een negatieve marktwaardeontwikkeling daarvan moet 'cash' worden gestort of op andere wijze zekerheden worden verstrekt. De portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening herbergt derhalve een aanzienlijk liquiditeitsrisico. Bij de portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening geldt dit alleen voor de contracten met breakclauses (en daarnaast uit hoofde van termination events). Beide portefeuilles bestaan qua volume aan onderliggende notional waarde globaal voor iets meer dan driekwart uit gekochte payerswaps die, mits een directe relatie met de leningportefeuille gelegd kan worden, het opwaartse renterisico effectief kunnen afdekken.

151 corporaties hebben derivatencontracten afgesloten zonder tussentijdse marktwaardeverrekening. Binnen deze groep hebben 113 corporaties uitsluitend deze contractvorm afgesloten en is er in het geheel geen sprake van tussentijdse marktwaardeverrekening. 53 corporaties hebben derivatencontracten afgesloten met tussentijdse marktwaardeverrekening. Binnen deze groep hebben 16 corporaties uitsluitend deze contractvorm afgesloten en is er dus uit hoofde van alle derivatencontracten sprake van tussentijdse marktwaardeverrekening. 37 corporaties hebben derhalve contracten in beide portefeuilles. Dit illustreert goed welke grote beleidsverschillen er tussen corporaties zijn inzake het afsluiten van CSA's en vergelijkbare contractuele bepalingen.

<sup>1</sup> De portefeuille van Vestia is in tegenstelling tot de voorgaande rapportage wel betrokken in het overzicht nu de portefeuille aanzienlijk is teruggebracht en deze het overzicht niet meer verstoort.



Als gekeken wordt naar de marktwaarden, is de marktwaarde van de portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening uitgedrukt in een percentage van de onderliggende notional waarde relatief gezien iets negatiever dan bij de portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening (22,0% ten opzichte van 20,7%). Als uitsluitend een vergelijking wordt gemaakt tussen de verkochte (geschreven) swaptions en gestructureerde producten samen, is de marktwaarde van deze producten in de portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening aanzienlijk negatiever dan bij de portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening (36,3% ten opzichte van 16,8%).

Naarmate payerswaps een langere looptijd hebben, is het liquiditeitsrisico groter (voor zover deze onderdeel uitmaken van de portefeuille tussentijdse marktwaardeverrekening). Uit de eerder gedane verdiepende onderzoeken bij een tiental corporaties is gebleken dat het merendeel van deze corporaties de laatste jaren, vanuit een overtuiging (rentevisie) dat de rente een historisch dieptepunt heeft bereikt, juist contracten zijn aangegaan waarbij de rente voor een extreem lange termijnen van 40 à 50 jaar is gefixeerd. Dat is niet alleen gebeurd bij de variabel rentende leningen maar soms ook bij vastrentende leningen door via een combinatie van receiver- en payerswaps, de rente na een renteherzieningsmoment voor een langere periode te fixeren. Naar het zich laat aanzien zal het rijksbeleid rond het gebruik van derivaten ook payerswaps met een lange looptijd niet meer toestaan. Dat betekent dat ook een belangrijk deel van de bestaande portefeuille payerswaps gesaneerd zal moeten worden. In onderstaande tabel is de totale portefeuille aan derivaten weergegeven.

**Tabel 1** Overzicht totale portefeuille (x € 1.000,-) per 30 juni 2012

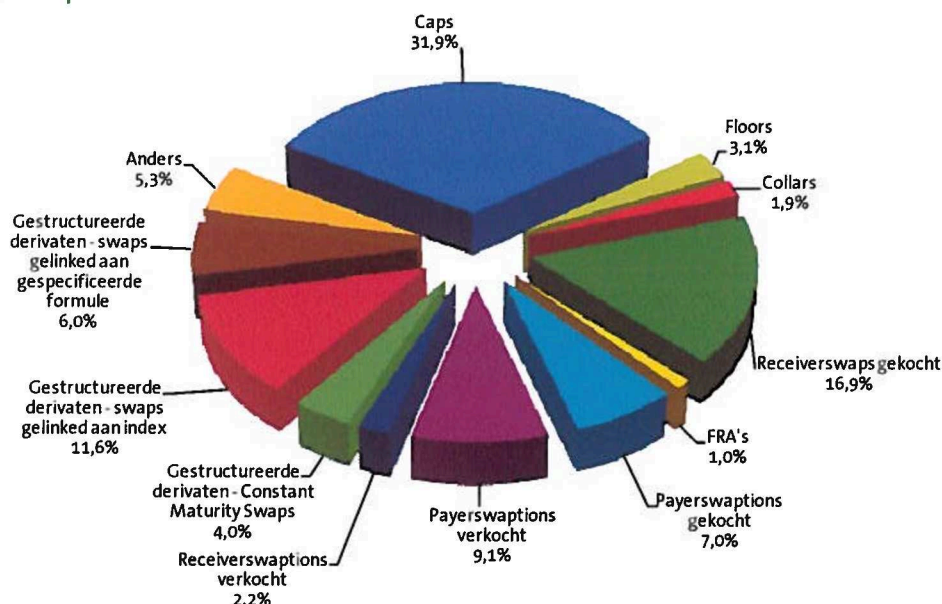
	Totaal onderliggende waarde (notional)	Totaal marktwaarde
Caps	1.369.773	29.340
Floors	134.290	-107
Collar	80.592	-7.367
Rente payerswaps	14.175.186	-3.547.801
Rente receiverswaps	722.845	116.623
Forward Rate Agreements (FRA's)	43.000	-4.037
Gekochte payerswaptions	298.634	-58.622
Gekochte receiverswaptions	0	0
Verkochte payerswaptions	392.200	-118.970
Verkochte receiverswaptions	93.800	-26.362
Futures of andere op een beurs verhandelde derivaten	0	0
Gestructureerde derivaten - Constant Maturity Swaps	169.500	-21.468
Gestructureerde derivaten - Swaps gelinked aan een index	495.900	-210.202



Gestructureerde derivaten - Swaps gelinked aan een gespecificeerde formule	258.700	-120.778
Anders	229.000	-25.462
<b>Totaal</b>	<b>18.463.420</b>	<b>-3.995.213</b>

Als gekeken wordt naar de samenstelling van de portefeuille 'overige derivaten' (naast de payerswaps), ziet die er uit zoals weergegeven in onderstaande grafiek.

**Grafiek 1 Samenstelling overige derivaten van totale portefeuille, in notional, exclusief payerswaps**



De onderliggende waarde (notional) van de 'overige derivaten' van de totale portefeuille is € 4,3 miljard. Voor € 1,6 miljard betreft het caps, floors en collars waar geen liquiditeitsrisico over wordt gelopen. Voor € 299 miljoen gaat het om gekochte payerswaptions. Dat betekent dat een notional van € 2,4 miljard resteert aan overige producten die vanwege de aard daarvan niet passen bij een woningcorporatie aangezien deze niet (uitsluitend) zijn gericht om renteniveaus 'in te locken' of te cappen. Het betreft producten met renteoptimalisatie doeleinden, die een speculatief karakter hebben. Slechts een klein aantal corporaties (17) heeft deze producten aangeschaft. Het betreft ook de corporaties die in omvang een relatief grote portefeuille hebben. Drie van de vier corporaties die nog niet voldoen aan de stresstest, behoren tot deze groep corporaties.



## Vergelijking derivatenportefeuilles ultimo 2011 en medio 2012

Wanneer de opgaven van de derivatenportefeuilles medio 2012 en ultimo 2011 met elkaar worden vergeleken, valt een toename (3,3%) te constateren in de onderliggende notional waarde van € 0,6 miljard. Daarnaast blijkt de marktwaarde van de derivatenportefeuille medio 2012 € 0,87 miljard negatiever te zijn dan de marktwaarde ultimo 2011. Dit is het gevolg van de lagere rentestand medio 2012 en de mutaties in de derivatenportefeuille. De mutatie in de notional waarde is voor een belangrijk deel te verklaren uit het feit dat enkele corporaties bij de eerdere gegevensopvraging vanwege een combinatie van derivaten in sommige gevallen de netto notional waarde hebben opgegeven en deels omdat de nog bij Vestia resterende portefeuille<sup>2</sup> wel is opgenomen in de opgave medio 2012. Dit was niet het geval in de rapportage naar aanleiding van de stresstest per ultimo 2011, aangezien de niet afgebouwde (omvangrijke) derivatenportefeuille van Vestia het beeld zou verstoren. Wanneer de portefeuilles op het hogere aggregatieniveau van de opvraag ultimo 2011 worden vergeleken, ontstaat het in tabel 2 weergegeven beeld.

**Tabel 2** Vergelijking derivatenportefeuille medio 2012 en ultimo 2011 (x € 1.000,-)

	Verskil notional 2012-/2011	Verskil marktwaarde 2012-/2011
Caps, Floor en collars	-595.549	89.139
Renteswaps	1.512.959	-939.464
Forward Rate Agreement (FRA's)	-236.000	36.409
Swaptions	256.895	-126.168
Futures of andere op een beurs verhandelde derivaten	0	0
Gestructureerde derivaten	-72.017	20.276
Anders	-269.000	51.414
<b>Totaal verschil 2012 ten opzichte van 2011</b>	<b>597.288</b>	<b>-868.394</b>

De tabel geeft een substantiële toename van renteswaps en swaptions te zien, de overige derivaten vertonen een afname waarbij de omvang van de afname van caps, floors en collars opvalt.

<sup>2</sup> Inclusief portefeuille Vestia medio 2012 met een notional waarde van € 95 miljoen aan swaptions met een marktwaarde van - € 48,6 miljoen.

## Ontwikkeling marktwaarde bij 1% rentedaling en aangehouden buffers van 167 corporaties met derivaten

In onderstaande tabel wordt het effect op de marktwaarde medio 2012 gegeven bij een rentedaling van 1%.

**Tabel 3** Ontwikkeling marktwaarde bij 1% rentedaling (x € 1.000,-)

	Totale derivaten- portefeuille	Portefeuille met tussentijdse marktwaarde- verrekening	Portefeuille zonder tussentijdse marktwaarde- verrekening
Marktwaarde bij 1% rentedaling	-7.008.393	-2.188.699	-4.819.694
Marktwaarde medio 2012 feitelijk	-3.995.213	-1.120.084	-2.875.129
<i>Effect op de marktwaarde medio 2012 bij 1% rentedaling</i>	<i>-3.013.180</i>	<i>-1.068.615</i>	<i>-1.944.565</i>

Uit tabel 3 kan worden opgemaakt dat de marktwaarde van de portefeuille bij 1% rentedaling € 3 miljard negatiever wordt. Bij de portefeuille waarbij er een verrekening (in cash of het verstrekken van zekerheden) moet plaatshebben als gevolg van daling van de marktwaarde, zou de marktwaarde ruim € 1 miljard negatiever worden. Dat betekent niet dat men bij deze renteschok dit bedrag aan collateral zou moeten storten. Uit de opgave van de corporaties valt op te maken dat er sprake is van een gezamenlijke threshold van € 971 miljoen en dat er medio 2012 reeds een totaal aan collateral is gestort van € 451 miljoen. Per saldo is er macro gezien nog een ruimte van € 520 miljoen in de threshold positie om een marktwaardedaling op te vangen. Uit de opgave van de corporaties blijkt dat er bij 1% rentedaling ten opzichte van de marktwaarde medio 2012 ruim € 882 miljoen moet worden gestort en € 3 miljoen aan zekerheden moet worden verstrekt. Voor een bedrag van € 2 miljoen heeft dat ook betrekking op contracten met breakclauses in de tweede helft van 2012. De potentiële uitstroom aan liquiditeiten uit hoofde van de breakclauses is in 2012 derhalve zeer gering. Dit betekent niet dat dit in de komende jaren ook het geval zal zijn. Op basis van de nadere onderzoeken door het Fonds is het de verwachting dat er in de komende jaren meer breakclauses zullen vervallen dan in het afgelopen jaar het geval was.

Het door corporaties opgegeven bedrag van € 885 miljoen aan te verstrekken onderpand is € 337 miljoen hoger dan het verschil in marktwaarde bij een fictieve rentedaling van 1% en de feitelijke marktwaarde per 30 juni 2012, rekening houdend met de nog bestaande ruimte in de thresholdpositie. Een verklaring hiervoor kan zijn dat er in sommige gevallen ondanks 1% rentedaling er nog ongebruikte ruimte in de thresholdpositie overblijft.

Ter vergelijking met de stresstest ultimo 2011 is de thresholdpositie nauwelijks veranderd. Door de daling van de rente is ten opzichte 2011 € 225 miljoen extra collateral gestort.

### Buffers en andere zekerheden

Om aan margin calls en/of verzoeken tot het verstrekken van andere zekerheden te kunnen voldoen, dienen corporaties vooraf in voldoende mate voorzieningen getroffen te hebben. Het Fonds heeft de corporaties gevraagd een opgave te doen van de middelen en zekerheden die daartoe aangehouden worden. Er is daarbij onderscheid gemaakt tussen zekerheden om cashbetalingen te kunnen voldoen en zekerheden in de vorm van het verstrekken van onderpand. In de volgende tabellen zijn de door corporaties aangehouden buffers weergegeven.

**Tabel 4 Middelen die corporaties aanhouden voor het opvangen van margin calls**

	Bedragen x € 1.000,-
Bank en deposito's	498.913
Obligaties en andere rentedragende effecten	58.138
Geldmarktfondsen	0
Overig	189.097
Kredietfaciliteit met een bank om een directe liquiditeitsbehoefte in relatie tot calls uit hoofde van derivaten op te kunnen vangen	521.447
<b>Totaal van de buffer</b>	<b>1.267.595</b>

Uit de tabel valt af te leiden dat de corporaties met derivaten gezamenlijk over € 1,3 miljard aan middelen beschikken om aan de € 0,882 miljard aan verplichtingen uit hoofde van margin calls te kunnen voldoen. Sectoraal bezien is de liquiditeitsbuffer om de margin calls bij een fictieve rentedaling van 1% te kunnen voldoen derhalve voldoende. In vergelijking met de situatie ultimo 2011 is de buffer ruim € 100 miljoen gedaald. Deze daling is echter minder dan het tussentijds gestorte extra collateral als gevolg van de lagere marktrente medio 2012. Verder is nu nadrukkelijk bij de gegevensopvraging vermeld dat het WSW het inzetten van geborgd krediet om te voldoen aan margin calls, niet toetstaat.

**Tabel 5 Overige zekerheden in verband met de negatieve marktwaarde van derivaten**

Bedragen x € 1.000,-

Hypotheek niet-Daeb-bezit	2.884
Overig	33.405
<b>Totaal van de buffer andere zekerheden</b>	<b>36.289</b>

Slechts enkele banken vragen geen cashstortingen indien de marktwaarde van derivaten een bepaald drempelbedrag overschrijdt, maar hebben in plaats daarvan contractueel de mogelijkheid om andere zekerheden te vragen zoals hypotheek op niet-Daeb-bezit. Slecht vier corporaties hebben opgegeven dergelijke contractuele bepalingen overeengekomen te zijn. Uit de tabel kan worden afgeleid dat er voor een bedrag van ruim € 36 miljoen aan zekerheden geormerkt is in verband met de negatieve marktwaarde van derivaten. Dat is ruim voldoende om de € 3 miljoen aan zekerheden die door banken gevraagd zou kunnen worden bij een fictieve rentedaling van 1% te kunnen voldoen.

### **Uitkomst stresstest liquiditeitsrisico uit hoofde van de derivatenportefeuille van individuele corporaties**

Na het invullen van de derivatenapplicatie hebben corporaties direct de uitslag van de stresstest te zien gekregen. Corporaties die de stresstest niet hebben doorstaan, zullen maatregelen moeten nemen om de margin call verplichtingen bij een 1% rentedaling te kunnen opvangen.

Uit de op peildatum 30 juni 2012 uitgevoerde stresstest komt naar voren dat vier corporaties niet beschikken over voldoende buffers om de margin call verplichtingen bij een rentedaling van 1%, op te kunnen vangen.

**Tabel 6 Corporaties die niet voldoen aan de stresstest medio 2012 (x € 1.000,-)**

L-nummer	Naam	Additioneel te storten onderpand bij 1% rentedaling t.o.v. 30 juni 2012	Buffer per 30 juni 2012	Tekort aan buffer
L0117	Stichting Portaal	293.676	71.100	222.576
L0309	Woonstichting Triada	9.247	3.403	5.844
L0673	Stichting Wooninvest	80.446	16.500	63.946
L1817	Stichting Mooiland	76.191	-6.401	82.592
	<b>Totaal</b>	<b>459.560</b>	<b>84.602</b>	<b>374.958</b>

Bij Portaal, Triada en Mooiland is er discussie met het WSW over het aanwenden van geborgd krediet voor collateral stortingen. Bij Portaal gaat dat om een bedrag van € 60 miljoen, bij Triada om € 10 miljoen en bij Mooiland om een bedrag van ruim € 83 miljoen. De drie genoemde corporaties zijn daar over nog in discussie met het WSW. In tabel 6 zijn de genoemde bedragen waarover discussie bestaat, afgetrokken van de buffer, met uitzondering van Triada. Triada houdt er met klem aan vast dat er toestemming is van het WSW, ook al is dit niet schriftelijk vastgelegd. Dit is de reden dat in tabel 6 voor Triada geen correctie is toegepast. Als ook voor Triada ervan uit wordt gegaan dat onterecht geborgd krediet is gebruikt voor collateral stortingen, zou er bij Triada een buffertekort van € 15,8 miljoen zijn.

Te constateren valt dat vijf van de negen (acht + één) corporaties die waren gezakt voor de stresstest per 31 december 2011, de stresstest per 30 juni 2012 wel met succes doorstaan, ondanks de ten opzichte van ultimo 2011 lagere rente. Deze corporaties blijken afdoende maatregelen genomen te hebben om het liquiditeitsrisico terug te brengen en de meeste daarvan zijn bezig om het liquiditeitsrisico nog verder terug te brengen.

De hiervoor genoemde vier corporaties die nog steeds niet voldoen aan de stresstest, ondervinden problemen bij het op korte termijn terugbrengen van het liquiditeitsrisico. Zo zijn banken niet, of in ieder geval minder dan voorheen, bereid om thresholdposities te verhogen, of de bestaande faciliteit te verruimen. Ook verzoeken tot nieuwe ongeborgde kredietlijnen worden in veel gevallen afgewezen. Banken zijn kennelijk niet bereid om een groter tegenpartijrisico te nemen dan dat zij op dit moment al doen. Wanneer gekeken wordt naar de mogelijkheden om op korte termijn het liquiditeitsrisico terug te brengen, komt het er in de meeste gevallen op neer dat een aanmerkelijk deel van de huidige contracten moet worden afgewikkeld. Dat betekent dat de negatieve marktwaarden van deze contracten (en daarmee het verlies) moeten worden gefinancierd. Omdat het om substantiële bedragen gaat en men daarbij ook afhankelijk is van de medewerking van derden, blijkt het bij de betreffende corporaties niet eenvoudig te zijn om dit op korte termijn te realiseren. Zo vergt extra verkoop van woningbezit veel tijd, kunnen in gang gezette projecten met onrendabele toppen veelal niet zomaar of zonder boetes worden afgeblazen en neemt ook het doorvoeren van besparingen in de bedrijfsvoering de nodige tijd in beslag. Het zogenaamde doorzakken van derivatencontracten in leningen waarbij de negatieve marktwaarden (plus een extra opslag die de kredietverlener rekent) worden verdisconteerd in de coupons van de nieuwe leningen, vergt toestemming van het WSW. De verzoeken die Triada en Mooiland in dat kader bij het WSW hebben neergelegd, zijn vooralsnog niet gehonoreerd. Het WSW staat dit uitsluitend toe in een uiterst geval. Het is niet geheel duidelijk welke voorwaarden het WSW daarbij hanteert en wat zij als 'uiterst geval' definieert.

Duidelijk is wel dat het WSW voorstelt dat voordat doorzak überhaupt aan de orde is, alle andere mogelijke maatregelen moeten zijn uitgeput. WSW noemt daarbij onder meer de mogelijkheden van het verhogen van de threshold en het verruimen van kredietfaciliteiten. Veel corporaties ervaren juist dat banken hier niet aan mee willen werken. Overigens moet daarbij worden benadrukt dat genoemde corporaties zelf verantwoordelijk zijn voor de derivatenportefeuilles die naar aard en omvang niet passend zijn voor een woningcorporatie en waarbij het ook heeft ontbroken aan een adequaat risicobeheersingsinstrumentarium.

### **Toezicht activiteiten**

Het Fonds volgt de vier corporaties die nog niet voldoen aan de stresstest, op de voet. Portaal en Wooninvest staan onder verscherpt toezicht en hebben herstelplannen ingediend die door het Fonds zijn beoordeeld en waarbij de uitvoering daarvan wordt gevolgd. De herstelplannen zijn er ook op gericht om de portefeuilles in samenstelling en omvang in lijn te brengen passend bij een woningcorporatie. De herstelplannen zullen straks zo nodig nog moeten worden aangepast wanneer het voorgenomen beleid rond het gebruik van derivaten door de minister is uitgevaardigd. De posities rond de marktwaarden van de derivatenportefeuilles worden door Portaal, Wooninvest en Mooiland periodiek gerapporteerd. Het ministerie wordt tussentijds op de hoogte gebracht van de vorderingen die de vier corporaties maken in de uitvoering van de herstelplannen. Eind oktober 2012 zal het Fonds daarover wederom schriftelijk rapporteren aan de minister.

Zoals eerder is aangegeven, zijn in de onderzoeksprogramma's van het reguliere toezicht inmiddels concrete toetspunten opgenomen waarbij wordt nagegaan in hoeverre corporaties de risico's uit hoofde van hun derivatenbeleid en -portefeuille onderkennen en daar een adequaat risicobeheer tegenover plaatsen.

Het Fonds is voornemens in ieder geval per 31 december 2012 een hernieuwde stresstest te doen waarbij corporaties tevens rekening dienen te houden met breakclauses die spelen in het komende jaar 2013.

### **Advies aan de minister**

Het Fonds adviseert de minister om in overleg met het WSW te komen tot het wegnemen van belemmeringen om derivatencontracten in leningen door te laten zakken. Verder is het van belang dat de wetgever duidelijk aangeeft op welke wijze corporaties de liquiditeitsbehoefte vanuit derivatencontracten met bijstortverplichting kunnen financieren. De mogelijkheden voor woningcorporaties om liquiditeitsbuffers aan te houden ter financiering van margin calls zijn in de huidige situatie beperkt. Afstemming tussen het wettelijk kader en de beleidsregels van het WSW hieromtrent is van belang.



## Bijlage bij stresstest liquiditeitsrisico derivatenportefeuille bij 167 corporaties

### Overzicht corporaties met derivatenportefeuille

L-nummer	Naam	Derivatenportefeuille zonder bijstortverplichting	Derivatenportefeuille met bijstortverplichting
L0005	Woningstichting Servatius	X	
L0008	Woningstichting Openbaar Belang	X	
L0013	Stichting Zayaz	X	X
L0017	Woningstichting Rochdale	X	X
L0019	Stichting IntermarisHoeksteen	X	X
L0029	Stichting deltaWonen	X	
L0033	Stichting voorheen De Bouwvereniging	X	
L0045	Domesta	X	X
L0059	Stichting Parteon	X	
L0065	Stichting Volkshuisvesting Arnhem	X	
L0081	Stichting Wonen Zuid	X	
L0089	l'escaut woonservice	X	
L0093	Woningstichting SWZ	X	
L0108	Woningstichting Eigen Haard	X	X
L0117	Stichting Portaal	X	X
L0124	Stadgenoot	X	X
L0144	LEKSTEDEWonen	X	
L0151	Woonmaatschappij Domein	X	
L0157	Woningstichting Stek	X	
L0160	Woningstichting Dinxperlo	X	
L0165	Woningstichting Weststellingwerf		X
L0178	Mijande Wonen	X	
L0221	Stichting Waardwonen	X	
L0225	Stichting Weller Wonen	X	
L0228	Woningstichting Hestia	X	
L0231	Elan Wonen	X	
L0232	Stichting Mozaïek Wonen	X	
L0241	Antares	X	
L0248	Woningbouwvereniging Patrimonium	X	
L0267	Stichting Trivire		X
L0271	Stichting Woonservice Meander	X	
L0272	Wassenaarsche Bouwstichting	X	
L0278	Stichting Zaandams Volkshuisvesting	X	
L0305	Woningbouwvereniging Langedijk	X	
L0309	Woonstichting Triada		X
L0317	IJsselsteinse Woningbouwvereniging	X	
L0331	Woonstichting Vryleve		X
L0343	Stichting KleurrijkWonen	X	
L0358	Almelose Woningstichting Beter Wonen	X	





# CENTRAAL FONDS VOLKSHUISVESTING

L-nummer	Naam	Derivatenportefeuille zonder bijstortverplichting	Derivatenportefeuille met bijstortverplichting
L0363	Stichting Woonconcept	X	
L0369	Stichting UWOON	X	
L0371	Woningstichting Samenwerking Vlaardingen	X	
L0383	Stichting Dudok Wonen	X	X
L0385	Stichting De Huismeesters		X
L0392	Stichting Havensteder	X	X
L0410	Stichting Arcade mensen en wonen	X	
L0418	Stichting Clavis	X	
L0439	Stichting Rhiant	X	
L0446	Woningstichting De Goede Woning	X	X
L0449	Christelijke Woongroep Marenland	X	
L0478	Stichting Volkshuisvestingsgroep Wooncompagnie	X	
L0495	Stichting AlleeWonen	X	
L0527	Stichting Trudo	X	
L0540	Stichting QuaWonen	X	X
L0553	Stichting Elkien	X	X
L0565	Stichting wonenCentraal	X	
L0571	Stichting Woonpunt	X	X
L0574	Stichting Actium		X
L0583	Woningstichting Kennemer Wonen	X	
L0590	Random Wonen	X	X
L0637	Stichting De Seyster Veste	X	
L0643	Bouwvereniging Huis en Erf		X
L0653	Woningstichting Dinteloord		X
L0658	Vivare	X	X
L0665	Woonbron	X	X
L0666	Stichting Woonborg	X	X
L0672	Woningstichting Volksbelang	X	X
L0673	Stichting Wooninvest	X	X
L0676	Stichting Wonen Zuidwest Friesland	X	
L0678	Woningstichting St. Antonius van Padua	X	
L0682	Woningstichting Ons Doel	X	
L0705	Veenendaalse Woningstichting		X
L0732	HW Wonen	X	
L0765	Stichting Wonen Delden	X	
L0766	GroenWest	X	
L0858	Stichting Beter Wonen	X	
L0867	Stichting Tablis Wonen		X
L0885	Woningcorporatie De Woningbouw	X	
L0898	Stichting Wonion	X	
L0921	Woningstichting St. Joseph	X	
L0927	Trifolium Woondiensten Boskoop	X	X



# CENTRAAL FONDS VOLKSHUISVESTING

L-nummer	Naam	Derivatenportefeuille zonder bijstortverplichting	Derivatenportefeuille met bijstortverplichting
L0936	Stichting Eemland Wonen	X	
L0944	Casade Woonstichting	X	X
L0979	de Woningstichting	X	
L1005	Laurentius	X	
L1040	Stichting Goed Wonen Zederik	X	
L1093	Christelijke Woonstichting Vidomes	X	
L1100	Stichting Wonen Midden-Delfland	X	
L1122	Stichting Rijswijk Wonen	X	
L1128	Baston Wonen	X	
L1182	Stichting Woonwaard Noord-Kennemerland		X
L1207	Woningstichting Urmond	X	
L1215	stichting 3B-Wonen		X
L1399	Woningstichting Den Helder	X	
L1426	Woningcorporatie Domijn	X	
L1436	Stichting Dunavie	X	X
L1454	Woningbouwvereniging 'Beter Wonen'	X	
L1459	R.K. Woningbouwstichting "De Goede Woning"	X	
L1466	Woningstichting Aert Swaens		X
L1479	Stichting Talis	X	X
L1525	Stichting Woningbeheer De Vooruitgang""	X	
L1533	Stichting WOONopMAAT	X	
L1542	Stichting Lefier	X	
L1544	Woongoed Flakkee	X	
L1569	Woongoed Zeeuws-Vlaanderen	X	
L1646	Stichting Woonzorg Nederland	X	
L1647	Stichting Woonpartners	X	X
L1663	WoonFriesland	X	
L1670	Oosterpoort Wooncombinatie		X
L1674	Christelijke Stichting BCM Wonen	X	
L1675	Steelande wonen	X	
L1680	de Woonmensen/SJA	X	
L1691	'Ons Huis', Woningstichting	X	
L1693	Woningstichting Nijkerk	X	
L1697	Wonen Limburg	X	X
L1712	Christelijke Woonstichting Patrimonium	X	
L1713	Woningbouwvereniging de Combinatie	X	
L1729	Stadsherstel Amsterdam NV	X	
L1761	Bernardus Wonen	X	X
L1766	Stichting woCom	X	
L1768	Staedion	X	X
L1781	Stichting Thuisvester		X
L1785	Stadlander	X	X
L1788	Woonstichting Leystromen	X	

L-nummer	Naam	Derivatenportefeuille zonder bijstortverplichting	Derivatenportefeuille met bijstortverplichting
L1793	Stichting Acantus Groep	X	X
L1802	Woningstichting Volksbelang	X	
L1817	Stichting Mooiland	X	X
L1821	Laris Wonen en diensten	X	
L1825	Woonstichting De Kernen	X	
L1839	Stichting WoonGoed 2-Duizend	X	
L1842	De Woonplaats	X	X
L1861	Stichting Oost Flevoland Woondiensten	X	
L1864	Stichting Wonen Vierlingsbeek	X	
L1866	Woningbouwvereniging Lopik	X	
L1875	Stichting Woningcorporaties Het Gooi en Omstreken	X	
L1876	Stichting Maasdelta Groep	X	X
L1878	Woningstichting Leusden	X	
L1881	Stichting Woningbeheer Betuwe	X	
L1891	Woningstichting GoedeStede	X	
L1901	Regionale Woningbouwvereniging Samenwerking	X	
L1903	Woningbouwvereniging Amerongen	X	
L1906	Woningstichting Brabantse Waard	X	X
L1909	Stichting Studenten Huisvesting	X	
L1911	Stichting WonenBreburg	X	X
L1912	Stichting de Alliantie	X	
L1921	Woonkracht10	X	X
L1924	Stichting Vestia Groep	X	
L1926	SOR	X	
L1933	Stichting Huisvesting Vredewold	X	
L1944	stichting SSHN	X	
L1955	Stichting SLS Wonen	X	
L1962	Stichting Vitalis Sociale Woonvormen	X	
L1968	Stichting Idealis	X	
L1994	Stichting tot Behoud en Ondersteuning van Monumenten te Goes	X	
L2000	Stichting Ouderenhuisvesting Ruijschenbergh	X	
L2004	DUWO	X	
L2047	Stichting Veron	X	
L2051	Stichting Woonstede	X	
L2052	Woonstichting Etten-Leur	X	X
L2058	Mitros	X	
L2063	Stichting Humanitas Huisvesting	X	
L2066	Stichting Laurens Wonen	X	
L2070	Stichting Ymere	X	
L2072	Waterweg Wonen	X	X
L2085	Stichting Woonplus Schiedam		X

<b>L-nummer</b>	<b>Naam</b>	<b>Derivatenportefeuille zonder bijstortverplichting</b>	<b>Derivatenportefeuille met bijstortverplichting</b>
L2116	Stichting Woonformatie Ypenburg	X	
L2119	Wooninvesteringsfonds	X	

**Portefeuille derivaten zonder tussentijdse marktwaardeverrekening**

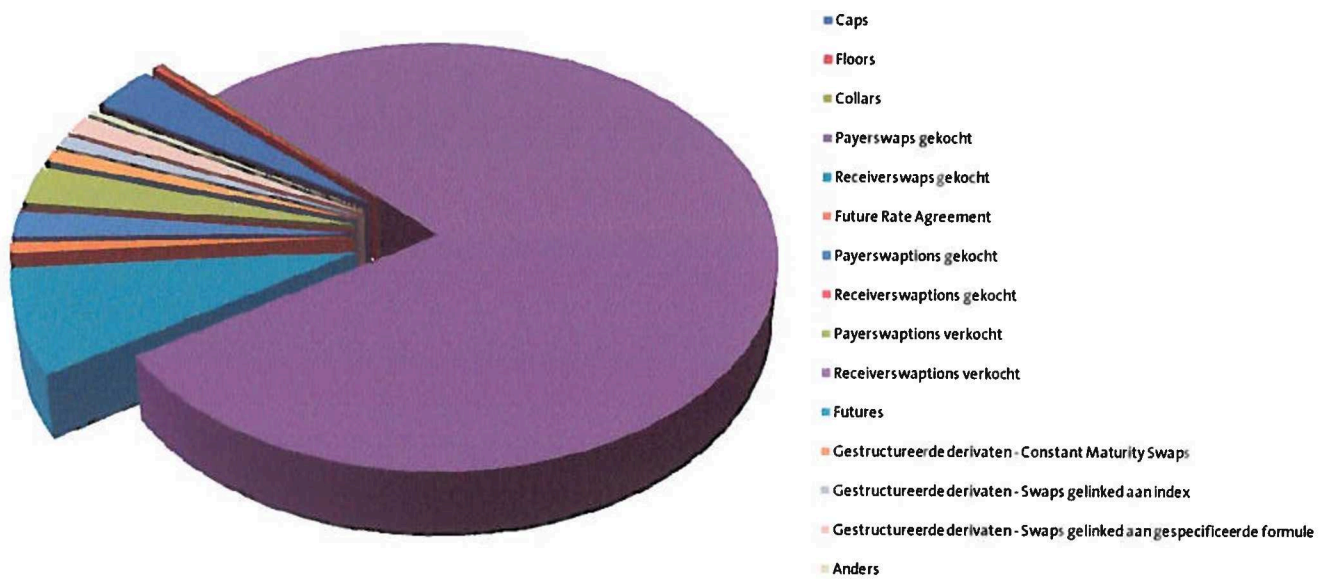
<b>Derivatenpositie per 30 juni 2012 (in € 1.000,-)</b>	<b>Totaal van de onderliggende waarde (notional)</b>	<b>Totaal van de marktwaarde</b>
Caps	1.180.203	29.330
Floors	110.506	452
Collars	74.092	-8.037
Rente payerswaps	9.933.173	-2.409.296
Rente receiverswaps	294.771	36.795
Forward Rate Agreements (FRA's)	0	0
Gekochte payerswaptions	188.634	-62.865
Gekochte receiverswaptions	0	0
Verkochte payerswaptions	234.200	-81.067
Verkochte receiverswaptions	93.800	-26.362
Futures of andere op een beurs verhandelde derivaten	0	0
Gestructureerde derivaten - Constant Maturity Swaps	115.000	-30.521
Gestructureerde derivaten - Swaps gelinked aan een index	445.900	-210.504
Gestructureerde derivaten - Swaps gelinked aan een gespecificeerde formule	178.700	-99.740
Anders	204.000	-13.314
<b>Totaal</b>	<b>13.052.979</b>	<b>-2.875.129</b>

**Portefeuille derivaten met tussentijdse marktwaardeverrekening (bijstortverplichting of anderszinds)**

Derivatenpositie per 30 juni 2012 (in € 1.000,-)	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	10	0	0
Floors	23.784	-559	924	0
Collars	6.500	670	2.500	0
Rente payerswaps	4.242.013	-1.138.505	224.587	119.380
Rente receiverswaps	428.074	79.828	340	0
Forward Rate Agreements (FRA's)	43.000	-4.037	1.000	0
Gekochte payerswaptions	110.000	4.243	0	870
Gekochte receiverswaptions	0	0	0	0
Verkochte payerswaptions	158.000	-37.903	0	0
Verkochte receiverswaptions	0	0	0	0
Futures of andere op een beurs verhandelde derivaten	0	0	0	0
Gestructureerde derivaten - Constant Maturity Swaps	54.500	9.053	4.000	0
Gestructureerde derivaten - Swaps gelinked aan een index	50.000	302	0	0
Gestructureerde derivaten - Swaps gelinked aan een gespecificeerde formule	80.000	-21.038	0	0
Anders	25.000	-12.148	25.000	0
Threshold of afgesproken bedrag indien op bankniveau afspraken zijn gemaakt en niet op basis van de afzonderlijke contracten	-	-	713.590	330.770
<b>Totaal</b>	<b>5.410.441</b>	<b>-1.120.084</b>	<b>971.941</b>	<b>451.020</b>



**Tabel 1** Samenstelling van de derivatenportefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening



**Tabel 2** Samenstelling van de derivatenportefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening

