

Vergaderjaar 2013–2014

**33 741**

## **Initiatiefnota van het lid Omtzigt over derivatengebruik**

**Nr. 2**

### **INITIATIEFNOTA**

#### **Inhoud**

Samenvatting	1
1 Over derivaten en risico's	3
1.1 Renterisico, derivaten en speculatie	3
1.2 Kredietrisico, OTC derivaten en onderpand	4
1.3 Liquiditeitsrisico door gebruik van onderpand	5
1.4 Samenhang rente-, krediet- en liquiditeitsrisico	6
1.5 Embedded derivaten en garanties	6
2 Waar gaat deze nota niet over?	7
2.1 Governance in de semi-publieke sector	7
2.2 De centrale overheid en pensioenfondsen	8
2.3 Derivaten aan particulieren en MKB'ers	9
3 Korte geschiedenis	9
4 De derivatenpositie van semi-publieke instellingen	9
4.1 Woningbouwcorporaties	10
4.2 Onderwijs	11
4.3 Lagere overheden en deelnemingen	12
4.4 Zorg	13
5 Nut van derivaten	14
6 Risico's van derivaten onder falend toezicht	14
7 Plannen van de regering en risico's huidige ontwikkelin- gen	17
8 Aanbevelingen	19
Geraadpleegde literatuur	21
Appendix: onvolledige en onduidelijke beantwoording Kamer- vragen	22

#### **Samenvatting**

De afgelopen paar jaar is een aantal (semi-)publieke instellingen flink de mist in gegaan bij haar financieel risicobeheer. Vooral het verkeerd gebruik van financiële derivaten heeft in een paar zeer bekende gevallen geleid tot forse verliezen, die uiteindelijk worden betaald door de semi-publieke sector en de belastingbetaler. Het bekendste voorbeeld

hiervan is ongetwijfeld Vestia, de woningbouwcorporatie die onder leiding van Erik Staal meer dan € 2 miljard verlies leed op derivaten. Dat verlies wordt nu opgebracht door huurders, door andere corporaties en door de overheid.

In het rijtje rogue traders, die hun bank miljardenverliezen bezorgd hebben met illegale transacties, misstaat de Vestia-casus niet.

Juist het feit dat de overheid voor de (semi-)publieke sector feitelijk altijd garant staat, rechtstreeks, als achtervang van een waarborgfonds of gewoon omdat het essentiële publieke voorziening betreft, maakt het noodzakelijk om duidelijk vast te leggen wanneer derivaten gebruikt kunnen worden, onder welke voorwaarden en welk toezicht noodzakelijk is.

Het doel van deze nota is het doen van een aantal aanbevelingen die grote financiële rampen voor de publieke sector helpen voorkomen. Instellingen zijn en blijven verantwoordelijk voor hun eigen risicobeheer, op welke wijze het ook wordt vormgegeven. Maar de kaders worden een wel een stuk duidelijker, inclusief het gebied waar (semi)publieke instellingen zich onder geen beding moeten begeven.

Bij juist gebruik zijn derivaten bij uitstek geschikt om bepaalde risico's te beheersen. De schandalen, die we in deze nota zullen beschrijven, zijn meestal het gevolg van onjuist – vaak speculatief – gebruik. In enkele gevallen is sprake van moedwil maar overwegend ligt de oorzaak bij gebrek aan kennis gepaard met falend in- en extern toezicht. De financiële functie van (semi)overheidsinstellingen is enkel instrumenteel aan het maatschappelijke doel, maar dat is de afgelopen jaren veel te weinig bewaakt. Een financieel derivaat dient alleen gebruikt te worden om risico's terug te brengen en daarover moet helder gecommuniceerd en gerapporteerd te worden.

De richting die de overheid nu heeft ingezet om problemen te voorkomen is sterk «rule based». De financiële sector staat er bekend om producten en contracten te structureren waarmee dergelijke regelgeving juist omzeild kan worden. Anders gezegd: specifieke concrete regels leiden tot producten die overeenstemmen met de letter van de wet maar volledig tegen de geest ervan ingaan. «Principle-based» toezicht – maar wel met een duidelijk regelkader – verdient daarom de voorkeur.

Uit enkele incidenten is gebleken dat verschillende overheidsorganen niet in staat zijn daadwerkelijk effectief financieel toezicht te houden. We doen een aantal aanbevelingen, bovenop de voorstellen die de regering zelf doet.

1. *Scherp richtlijnen en eisen voor verslaglegging aan*
  2. *Introduceer principle-based toezicht met een uniform toezichtskader voor alle (semi)publieke instellingen, ook voor participaties van (lagere) overheden*
  3. *Centraliseer en professionaliseer het toezicht op derivaten*
  4. *Sanctioneer niet-naleven van regelgeving*
- (Semi)overheidsinstellingen dienen op financieel vlak veel transparanter te zijn dan thans het geval. Echter niet alleen dienen richtlijnen voor verslaglegging aangescherpt te worden, ook dient er een helder uniform toezichtskader te komen. Beperken tot enkel derivaten is een te partiële insteek: de «creativiteit» van de financiële sector is te groot om te denken dat met die afbakening de grootste financiële bedreigingen worden afgewend.

Het toezichtskader zal niet – tevergeefs – pogen alle situaties te onder-  
vangen maar wel duidelijke regels en richtlijnen bevatten (zoals bijvoor-

beeld ook voor pensioenfondsen het geval is). Het is uitermate inefficiënt per sector verschillende regels en verschillende toezichthouders te hebben terwijl de problematiek (financiering en beheersing van renterisico's) identiek is. En het risico, afwenteling op de overheid, is dat ook. Door het financieel toezicht meer te concentreren wordt er voldoende focus gecreëerd. Daarmee wordt financieel toezicht een hoofdzaak in plaats van bijzaak zoals nu vaak het geval. Aangeraden wordt te overwegen het financieel toezicht op (semi)publieke instellingen bij de DNB te beleggen, gezien haar brede financiële kennis en ervaring met principle-based toezicht. Op die wijze bestaat er tevens een integraal en holistisch toezicht op financiële markten.

## 1 Over derivaten en risico's

Financiële derivaten zijn zogenoemde «afgeleide» producten: de waarde van een derivaat hangt af van de prijs van een ander (financieel) product of van financiële «grootheden» zoals rentestanden. Deze notitie gaat hoofdzakelijk over het gebruik van *rentederivaten*.

### 1.1 Renterisico, derivaten en speculatie

Rentederivaten worden gebruikt om het renterisico dat een instelling op haar financiële verplichtingen loopt, af te dekken. Die financiële verplichtingen zijn vaak leningen met een variabele rente<sup>1</sup>: meestal wordt om de 3 of 6 maanden een nieuw renteniveau vast gesteld. In die zin lijken die leningen op een variabele rente hypotheek die veel particulieren hebben. De renteniveaus worden gebaseerd op de rentes die in financiële markten gelden. Een risico voor een instelling is dat renteniveaus in de markt sterk oplopen zodat de rentelasten eveneens sterk stijgen. Dit risico kan worden beheerst met rentederivaten. Heel globaal kan daarbij onderscheid worden gemaakt tussen twee veel gebruikte methoden:

1. Het vastzetten van toekomstige renteniveaus
2. Een plafond («cap») zetten op toekomstige renteniveaus.

*Ad 1. Vastzetten renteniveaus.* Hiervoor worden zogenaamde **payer swaps** gebruikt. Deze swaps (ook wel: interest rate swap of renteruil) werken als volgt:

- A. De instelling ontvangt in de swap een variabele rente die (doorgaans) even hoog is als in de variabele rente lening en op dezelfde momenten als in de variabele rente lening
- B. De instelling betaalt één vaste rentetarief gedurende de looptijd van de swap, vaak op jaarbasis (maar kan ook op kwartaal- of halfjaarlijkse basis)

Doorgaans loopt de swap even lang als de variabele rente lening die wordt afgedekt. De kasstromen die de instelling in «poot A» van de swap ontvangt, vallen precies weg tegen de rentebetalingen in de lening. Feitelijk resteert dan «poot B» van de swap: vaste rentebetalingen. Effectief heeft de instelling een variabele rente lening omgezet in een vastrentende lening.

Het afsluiten van een swap vergt *geen* initiële investering van een instelling. Instellingen kunnen ook het recht kopen in de toekomst een swap aan te gaan, dit is een zogenaamde optie op een swap, een **swaption** (renteverzekering), als ze niet zeker zijn dat of ze bepaalde leningen in de toekomst zullen aangaan. Voor Groningen Seaports zou dit verstandig zijn geweest omdat er veel onzekerheid bestond over de leningen die ze zouden gaan afsluiten (zie kader *overhedging*). Merk op

<sup>1</sup> Het kunnen ook pensioenverplichtingen zijn. Het renterisico heeft in dat geval een ander karakter dan in geval van een variabele rente lening. Deze nota gaat daar niet op in.

dat Vestia swaptions aan banken had *verkocht*! In plaats van zich te verzekeren had Vestia verzekeringen verkocht. Tot op de dag van vandaag zien ze de betrokken accountants geen probleem in het verkopen van verzekeringsproducten door Vestia aan banken. Hetzelfde gold voor Slibverwerking Noord-Brabant (SNB): SNB had kredietverzekeringen verkocht aan banken. Ook SNB ziet tot op de dag van vandaag het probleem niet. Het verkopen van verzekeringen door een (semi)publieke instelling zou juist als een ernstige vorm van **speculatie** beschouwd moeten worden waarvoor de accountant zou moeten waarschuwen. Helaas verzaakt de accountant maar al te vaak in die rol en faciliteert juist de speculatie.

*Ad 2. Cappen van renteniveaus.* Met een zogeheten **cap** kan een plafond worden gezet de toekomstige variabele rentebetalingen op een lening. Stel dat een cap wordt afgesloten op een niveau van 3% op een EUR 100 miljoen lening met jaarlijkse<sup>2</sup> herziening van de rente. Deze cap betaalt uit als de rente voor de periode van 1 jaar op een moment van herziening (fixatie) boven de 3% komt. Stel dat de rente fixeert op 3,5%. De cap betaalt in dat geval  $0,5\% \times \text{EUR } 100 \text{ miljoen}$ , ofwel 500 duizend euro, aan de instelling uit. Op de lening betaalt de instelling wel 3,5%, ofwel 3,5 miljoen euro. Netto betaalt de instelling 3 miljoen euro, dus 3% op de lening.

Het kopen van een cap vergt een initiële investering (de optiepremie).<sup>3</sup>

Er is sprake van **open positie** indien een derivaat wordt afgesloten dat *geen* financiële verplichting (variabele lening) afdekt die al bestaat of waarvan zeer waarschijnlijk is dat die zal gaan bestaan<sup>4</sup>. Indien leningen worden afgedekt waarvan niet zeker is dat ze worden afgesloten – zoals het geval was bij Vestia en Groningen Seaports – dan is sprake van open (derivaten)posities en feitelijk een vorm van **speculatie** (zie kader *overhedging*).

Veel (semi)publieke instellingen hebben overigens de afgelopen jaren met swaps en caps op de juiste wijze effectief hun renterisico afgedekt en was er zeker geen sprake van speculatie.

### 1.2 Kredietrisico, OTC derivaten en onderpand

De rentederivaten waar deze notitie over gaat zijn zogenoemde **over-the-counter (OTC)** derivaten. Ze worden bilateraal tussen een instelling en bank afgesloten. Er bestaan ook beursgenoteerde derivaten – zoals rentetermijncontracten (futures). Die blijven in deze notitie buiten beschouwing.

Een swap kan zowel een negatieve als positieve waarde krijgen. Voor een (payer) swap geldt dat de waarde:

- positief is voor de instelling als de marktrente hoger is dan de vaste rente in het contract, en dus negatief voor de tegenpartij
- negatief is voor de instelling als de marktrente lager is dan de vaste rente in het contract, en dus positief voor de tegenpartij.

<sup>2</sup> Een jaarlijkse periode voor het bepalen van de variabele rente is niet heel gebruikelijk maar hanteren we hier om het voorbeeld te vereenvoudigen.

<sup>3</sup> Deze kan zowel contant worden betaald of in de vorm van een *floor*(bodem) op het renteniveau. De rente zal dan effectief altijd tussen het *floor*-niveau en het *cap*-niveau in liggen. We gaan daar in deze notitie niet verder op in.

<sup>4</sup> Bijvoorbeeld: een variabele lening waarvan alle specificaties al uit onderhandeld zijn en beide partijen schriftelijk akkoord op hebben gegeven maar het formele contract nog opgemaakt moet worden

Op het moment van afsluiten is de vaste rente in het contract gelijk aan de marktrente en heeft het contract geen waarde. Aangezien de marktrente de afgelopen jaren sterk is gedaald, zijn hebben de swapcontracten voor de (semi)publieke instellingen negatieve waardes gekregen. Voor (gekochte) caps geldt dat die altijd een positieve waarde voor de instelling hebben.

Het risico bestaat dat een instelling in gebreke blijft ten aanzien van haar betalingsverplichtingen in een swapcontract. Daarmee zou de positieve waarde van het contract voor de tegenpartij – de bank – verloren gaan. Andersom kan dit gelden voor de (semi)overheidsinstellingen in geval van gekochte caps, of voor payer swaps als de rente sterk zou stijgen en de swapcontracten positieve waarde voor de instelling krijgen. Als de bank dan failliet zou gaan, gaat de positieve waarde van het contract voor de instelling verloren. Dit risico wordt aangeduid met **kredietrisico**. Om dit risico te reduceren vragen banken om het storten van **onderpand**, ook wel **collateral** geheten. Als het contract negatieve waarde heeft voor de instelling, dan dient zij onderpand te storten. Als het contract een positieve waarde heeft dan ontvangt ze onderpand. Doorgaans is het onderpand cash (contant geld) of staatsobligaties – veelal van Duitse, Nederlandse en Frans overheden. Dit onderpand wordt aan de partij op een rekening gestort. In geval van in gebreke blijven – bijvoorbeeld een faillissement – van de partij die onderpand heeft gestort, wordt het onderpand economisch eigendom van de andere partij.

Het afsluiten van leningen en derivaten bij dezelfde bank zal doorgaans geen impact hebben op gebruik van onderpand. De oorzaak ligt er grotendeels in dat (internationale) regelgeving leningen en derivaten op volstrekt verschillende wijzen behandelt. Die regelgeving leidt er deels toe dat banken leningen en derivaten afzonderlijk bekijken en niet in samenhang. Daarnaast geldt dat het WSW wel leningen borgt (geen kredietrisico voor de bank) maar geen derivaten (dus zonder onderpand is er potentieel kredietrisico voor bank of instelling).

### *1.3 Liquiditeitsrisico door gebruik van onderpand*

Het gebruik van onderpand is een effectieve en beproefde wijze van het reduceren van kredietrisico bij het gebruik van derivaten. In de financiële wereld wordt het al meer dan 15 jaar grootschalig gebruikt voor derivatencontracten. Banken, pensioenfondsen en verzekeraars beschikken in het algemeen over ruim voldoende activa – namelijk cash of staatsobligaties – die ze als onderpand kunnen gebruiken. Voor veel andere instellingen is dat doorgaans niet het geval. Ter illustratie: bij woningcorporaties bestaat doorgaans nog niet eens 1% van de activa uit liquiditeiten, het overgrote deel bestaat uit vastgoed (dat om meerdere redenen niet als onderpand kan worden gebruikt in huidige praktijk). De sterk dalende rente in de afgelopen jaren heeft ertoe geleid dat veel instellingen veel onderpand moest bijstorten. Niet alle instellingen hadden voldoende liquiditeiten of onderpand om te storten. Vaak was te weinig rekening gehouden met de liquiditeitsbehoefte die kon voortkomen uit derivatenposities. Soms waren te grote, speculatieve derivatenposities mede de oorzaak van de liquiditeitsproblemen.

#### 1.4 Samenhang rente-, krediet- en liquiditeitsrisico

De samenhang tussen rente-, krediet- en liquiditeitsrisico kan als volgt – heel globaal – worden geschetst:

- Derivaten kunnen effectief worden gebruikt voor het beheersen van *renterisico* op variabele rente leningen; de rentelasten worden daarmee meer voorspelbaar en de instelling wordt meer financieel stabiel
- Derivaten brengen kunnen *kredietrisico* met zich mee – voor de instelling (doorgaans bij stijgende rente) of voor de bank (doorgaans bij dalende rente). Daarom wordt veel gebruik gemaakt van onderpand. Indien een partij in gebreke blijft (bijv faillissement) dan beschikt de andere partij al over onderpand – indien het contract voor die laatste partij een positieve waarde heeft.
- Het gebruik van onderpand brengt *liquiditeitsrisico* met zich mee. Door de dalende rente moesten veel instellingen onderpand storten maar niet alle beschikten over genoeg liquiditeiten of liquide beleggingen die ze als onderpand konden storten. Enkele woningcorporaties zijn daardoor in problemen gekomen.

Het beheersen van renterisico en kredietrisico zijn rationele economische beslissingen mits ze goed overwogen en met verstand van zaken worden uitgevoerd (bijv. brede en diepe kennis van en ervaring met risicomangement, balansbeheer en financiële markten). De beschikbare hoeveelheid liquiditeit is een belangrijke randvoorwaarde voor de hoeveelheid derivaten die een instelling kan inzetten.

#### 1.5 Embedded derivaten en garanties

Derivaten worden veelal in de vorm van afzonderlijke financiële contracten tussen banken en instellingen afgesloten. Derivaten kunnen echter ook verborgen zijn in leningen of andere contracten. Men spreekt dan van *embed* derivaten. Een voorbeeld van embedded derivaat in een lening is de keuzemogelijkheid voor de bank om na een aantal jaar te kiezen of de rente in de lening voor de resterende looptijd gelijk is aan:

- De variabele rente, of
- Een vaste rente, bijv. 3,5%.

Dit is een rentederivaat<sup>5</sup>, namelijk een optie die de bank heeft gekregen van de instelling. De bank zal op het moment dat ze mag kiezen, de meest gunstige van de twee rentetarieven kiezen. De mogelijkheid om te mogen kiezen heeft daarmee een waarde voor de bank. We komen later nog terug op embedded derivaten bij Vestia (zie kader *verborgen derivaten*).

Een andere vorm van een verborgen derivaat is de garantie of borg. In economische termen is dit een optie of verzekering die altijd een positieve waarde heeft voor degene die ze krijgt en negatieve voor de overheid die ze verstrekt. Bij overheden zijn garanties erg populair omdat ze initieel geen geld kosten. Vaak worden het risico dat een garantie ingeroepen zal worden, sterk gebagatelliseerd. Echter juist in economisch slechte omstandigheden kunnen veel garanties ingeroepen worden. De overheid had in 2011 volgens de Algemene Rekenkamer ongeveer EUR 465 miljard aan garanties uitstaan, waarvan het grootste deel in de woningmarkt (NHG en WSW). Evenals bij bijvoorbeeld Vestia blijken deze posities niet uit de Staatbalans, zoals de Rekenkamer constateert dat «*op de huidige Staatbalans de balanspost «Voorzieningen» ontbreekt, terwijl je deze post op basis van internationale verslaggevingsstandaarden wel mag verwachten. Voorzieningen zijn verplichtingen waarvan de timing en/of het bedrag, aan onzekerheden onderhevig is. In zijn algemeenheid geldt dat een voorziening moet worden genomen als naar de inschatting van de*

<sup>5</sup> Namelijk een swaption – we laten de toelichting daarop hier achterwege.

*leiding van een organisatie, een onafwendbaar risico zich voordoet, dat in de toekomst tot kosten zal leiden (voorzichtigheidsprincipe). Omdat de balanspost «Vorzieningen» op de Staatsbalans ontbreekt, geeft de Staatsbalans geen integraal beeld van de financiële risico's die het Rijk loopt.» Overigens houdt de overheid geen tot zeer bescheiden reserves aan voor de garanties. Zo geldt dat het Waarborgfonds Sociale Woningbouw voor ongeveer EUR 90 miljard aan leningen borgt namens de overheid maar slechts over EUR 0,5 miljard beschikt op eigen balans. In die zin is er een parallel met woningcorporaties die weinig oog voor liquiditeitsrisico hadden.*

Een recent voorbeeld van (een discussie over) een garantie is Het Nieuwe Stadion in Rotterdam. De gemeente overwoog borg te staan voor EUR 165 miljoen aan leningen waarbij sommige politici beweerden dat de garantie nauwelijks of geen risico met zich bracht. Terecht heeft de Rekenkamer Rotterdam opgemerkt *«Het verlenen van een garantie van ad. € 165.000.000,00 zal en kan nooit zonder enig risico worden verstrekt.»* Ironisch genoeg speelde op dat zelfde moment de rechtszaak over 180 miljoen euro aan kredietgaranties van Havenbedrijf Rotterdam aan de RDM bedrijven (die garanties waren weliswaar heimelijk verstrekt). Het faillissement van RDM leidde tot claims op die garanties door schuldeisers van RDM waarover nu nog procedures plaatsvinden.

Veel (voorgenomen) beleidsregels richten zich nu op derivatencontracten maar niet op embedded derivaten en garanties. Het is een illusie te denken dat met regels enkel gericht op derivatencontracten grote financiële risico's worden beheerst. De kans is zelfs groot dat meer gebruik van embedded derivaten en garanties gebruikt gaat worden. Of dat instellingen zich achter terminologie verschuilen, zoals het geval was bij Slibverwerking Noord-Brabant (SNB). In de media gaf SNB aan niet over derivaten te willen spreken maar over *switch transacties*. Door financiële experts is geconstateerd dat die zogenaamde switch transacties wel degelijk derivaten zijn, namelijk complexe kredietderivaten, die SNB in haar jaarverslagen terecht *portfolio credit default swaps* noemde.

## **2 Waar gaat deze nota niet over?**

### *2.1 Governance in de semi-publieke sector*

Het gebruik van derivaten dat een aantal keren fors ontspoord is, hangt samen met de governance van een aantal sectoren, die in Nederland privaat zijn, maar met publiek geld gefinancierd worden. Een ander onderdeel van die discussie is de discussie over topinkomens. De parallellen in de discussie zijn ook evident. Zelfregulering en regels zonder duidelijke sancties hebben niet geleid tot het gewenste resultaat bij topinkomens en bij derivaten. Slechts expliciete wetgeving met sancties, de Wet normering bezoldiging topfunctionarissen publieke en semipublieke sector (WNT) slaagt erin topinkomens te beteugelen. De potentiële financiële schade van onjuist gebruik van derivaten kan grote semipublieke instellingen ten gronde richten en miljardenverliezen bezorgen. Voor de publieke sector is het financiële risico veel groter dan dat van topinkomens.

Wel is er een bepaalde correlatie tussen instellingen met te hoge salarissen en instellingen die fouten maakten met derivaten. Maar zoals gezegd, dat is niet het onderwerp van deze nota.

## 2.2 De centrale overheid en pensioenfondsen

Er zijn in Nederland twee derivatenposities die de moeite van vermelding waard zijn. De rijksoverheid maakt voor de financiering van de staats-schuld op grote schaal gebruik van derivaten. Eind januari 2013 had de staat een netto positie van payers swaps van € 36,4 miljard die een marktwaarde vertegenwoordigde € 13,3 miljard<sup>6</sup>. Ook had de staat al het valutarisico op de nationale schuld (€ 29 miljard) alvast gehedged. Ook de genationaliseerde banken hebben zelf posities ingenomen hebben en actief verkocht aan de semi-publieke sector en zijn daarvoor soms op de vingers getikt. Tot slot loopt de staat natuurlijk een risico op de alt-A portefeuille van het niet-genationaliseerde maar wel gesteunde ING.

De pensioenfondsen op hun beurt hebben een nog veel grotere positie. Zij zijn zeer bijzonder omdat zij zich ingedekt hebben tegen rentedalingen. Alle sectoren die verderop genoemd worden in dit rapport dekken zich in tegen rentestijgingen, omdat zij leningen aangaan tegen variabele rente en terecht willen voorkomen dat zij financieel in de problemen komen bij een rentestijging. Aan het eind van het eerste kwartaal was de waarde van de financiële derivaten in het bezit van pensioenfondsen € 72,2 miljard positief<sup>7</sup>.

Deze nota gaat over instellingen die verlies geleden hebben op derivaten, die zij niet hadden moeten hebben, in de afgelopen jaren. Doordat de rente in vergelijking met de afgelopen 50 jaar zeer laag was, hebben de instellingen die zich onterecht of teveel indekten tegen rentestijgingen, dat verlies gemaakt.

Indien de rente op een zeker moment weer fors gaat stijgen, al dan niet gepaard met inflatie door de zeer ruime monetaire politiek, dan zullen de pensioenfondsen en de centrale overheid forse verliezen lijden op hun derivatenpositie en zal zeker bij de pensioenfondsen de vraag opkomen waarom zij niet een reële ambitie hebben in plaats van een nominale ambitie.

Bij de pensioenfondsen zullen daar forse afnames van de waarde van verplichtingen tegenover staan. Maar door die verliezen zal er wel beperkter geïndexeerd kunnen worden dan zonder derivaten. Als renteafdekking niet wordt afgebouwd met toenemende buffers en stijgende inflatie, dan kan dit leiden tot koopkracht verlies. In het huidige voorstel voor het nominale pensioencontract wordt deze valkuil nog meer gestimuleerd dan thans het geval. En paradoxaal genoeg leidt de ambitieovereenkomst tot zelfs een nog grotere rentegevoeligheid van de pensioenverplichtingen dan de nominale overeenkomst waarmee het risico op overhedging bestaat. De discussie over het pensioenakkoord valt echter buiten het kader van deze notitie.

Zoals recent in verschillende sectoren is ervaren kan de waardevermindering van derivaten tot liquiditeitsproblemen leiden omdat onderpand aan tegenpartijen gestort dient te worden. Het is zaak om dat scenario spoedig een keer door te nemen, maar het gaat verder dan het doel van deze nota.

---

<sup>6</sup> Kamerstuk 33 489, nr. 8

<sup>7</sup> Statistieken van De Nederlandsche Bank, online database



### 2.3 Derivaten aan particulieren en MKB'ers

In een aantal sectoren zijn ook derivaten verkocht aan kleine ondernemers en er zijn duidelijk aanwijzingen dat zij niet volledig geïnformeerd zijn door de bankiers over de risico's die zij liepen. In het Verenigd Koninkrijk heeft dat al tot compensatie geleid. Hier is het proces nog minder ver gevorderd. Wel zij hier opgemerkt dat als de regering voorstelt om grote professionele semi-publieke instellingen aan te merken als niet-professionele beleggers voor de aankoop van derivaten, zij wel bijna verplicht is om hetzelfde te doen voor MKB'ers die dezelfde ingewikkelde derivaten bezitten.

### 3 Korte geschiedenis

Achteraf terugkijken is altijd gemakkelijk. Toch valt op dat in de run up naar de financiële crisis er een aantal waarschuwingssignalen geweest is. In de loop van 2001 klapte Enron in elkaar als een gevolg van een totaal fictieve boekhouding. Het leidde tot een heftig debat in de Verenigde Staten en de draconische Sarbanes-Oxley wetgeving, die een zeer grote mate van persoonlijke verantwoordelijkheid legt bij de bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen.

Bij de toetreding tot de Euro hebben zowel Griekenland als Italië massaal en creatief gebruik gemaakt van financiële constructies en derivaten om hun werkelijke positie te verbloemen. Het belangrijkste Nederlandse waarschuwingssignaal was natuurlijk de Ceteco-affaire, waarin de provincie Zuid Holland op forse schaal actief geworden was op de geldmarkt. Dat ging mis toen het handelshuis Ceteco haar leningen niet meer kon terugbetalen en de provincie met een strop achterbleef. In de nasleep daarvan verbood toenmalig Minister Peper terecht bankieren door de overheid. De discussie ging toen dus enkel over activiteiten op de geldmarkt en nog niet elders. Daarmee werd een herhaling van het geconstateerde probleem voorkomen. Maar andere nieuwe vormen van bankieren kwamen even later op, ongeregeerd.

De overheid verbood dus terecht dat bijvoorbeeld de provincie geld ging belenen op de geldmarkt, maar een aantal jaren later deden (semi)publieke instellingen dus eigenlijk nog veel wildere zaken op de financiële markten, die zich natuurlijk ook zeer snel ontwikkelden. Dit toont aan het enkel het bestrijden van (recent opgetreden) incidenten onvoldoende is. De regels die de problemen van gisteren bestrijden, voorkomen de problemen van morgen niet. Sterker: soms komen de problemen van morgen voort uit het omzeilen van regels die problemen uit het recente verleden proberen te bestrijden. Veel meer dan regels vormt financieel toezicht met inzicht de oplossing.

### 4 De derivatenpositie van semi-publieke instellingen

Op 31 augustus 2012 vroeg de CDA fractie om inzicht in de derivatenpositie van (semi)publieke instellingen<sup>8</sup> en toen het antwoord uitbleef vroeg de CDA fractie dit bij de regeling van werkzaamheden van 27 september en werd daarin breed gesteund. In de maanden daarop druppelde de informatie binnen. In een aantal sectoren duurde het maanden voordat er een beeld ontstond van de derivatenpositie van publiek gefinancierde instellingen

<sup>8</sup> Kamervragen 2012/2013, nr. 108

#### 4.1 Woningbouwcorporaties

Naar aanleiding van het Vestia debat, bracht het centraal fonds volkshuisvesting het rapport «Renterisico's beheerst of financiële risico's vergroot?»<sup>9</sup> uit.

Het rapport bevat een onderzoek onder de 400 woningbouwcorporaties (exclusief Vestia). 162 gebruiken derivaten en bezitten die voor een nominale waarde van € 17,9 miljard. De gezamenlijke marktwaarde bedroeg € 3,1 miljard negatief op 31/12/2011.

Corporaties gaven aan dat het voordeliger was om leningen met variabele rentes af te sluiten en het renterisico middels bijvoorbeeld een renteswap om te zetten in een vast percentage dan om een lening af te sluiten met een vast rentepercentage.

Toch blijken er behoorlijke risico's aanwezig te zijn. Verschillende corporaties waren in de problemen gekomen bij rentedalingen in 2008 en 2011 omdat zij een bijstortverplichting hadden.

Bij een daling van de rente met 100 basispunten zou de marktwaarde met € 3,3 miljard verder dalen. Naast Vestia zouden dan 8 andere corporaties dat risico niet kunnen dragen vanwege onderpandverplichtingen. Dat is zeer opvallend: rentederivaten zijn bedoeld om risico (op bijvoorbeeld een rentestijging) weg te nemen maar leiden in een bepaald scenario tot een acute noodsituatie bij een corporatie.

Het rapport bevatte nog meer opmerkelijke uitkomsten: 94% van de corporaties bleek er en rentevisie op na te houden. Zij gingen de derivaten niet alleen aan om risico's te mitigeren maar ook om een positie in te nemen. Corporaties blijken regelmatig derivatencontracten afgesloten te hebben, terwijl de onderliggende leningen nog niet afgesloten waren en de investeringen ook nooit afgesloten zijn. Een aantal corporaties sluit gestructureerde derivaten af maar heeft feitelijk geen inzicht in de posities en slechts 41% heeft juridisch advies ingewonnen.

Naar aanleiding hiervan besluit de Minister van Binnenlandse Zaken, Liesbeth Spies, tot een strak beleid. Op 5 september 2012 treden de «Beleidsregels gebruik financiële derivaten door toegelaten instellingen volkshuisvesting» in werking.

Deze regels zijn een model. Zij leggen de principes vast: het afsluiten van derivaten moet dienstbaar zijn aan de doelen van de sector, zij moeten risico's beperken en het verkopen van derivaten wordt verboden. Zij mogen (met ingang van september 2013) alleen nog met een standaard raamovereenkomst contracten van een afgebakende lijst derivaten afsluiten, als niet professionele instellingen bij instellingen met ten minste een A-rating.

Eigenlijk is het met terugwerkende kracht onvoorstelbaar dat dit soort regels niet van kracht was en nog steeds niet is in bepaalde sectoren.

---

<sup>9</sup> Baarn, 31 mei 2012

## 4.2 Onderwijs

De inspectie van het Ministerie van onderwijs publiceerde in november 2012 haar onderzoek<sup>10</sup>. De samenvatting is heel helder: «De kennis van derivaten is bij veel instellingen beperkt. Er worden wel adviseurs ingehuurd maar men kan hun adviezen vaak niet zelf verifiëren. Derivaten kunnen risico's met zich meebrengen die bij het afsluiten vaak verborgen blijven vanwege de beperkte kennis bij de instelling.»

Bij de onderzochte instellingen blijkt de nominale waarde van de derivaten 1,307 miljard euro te zijn en die blijken een netto waarde te hebben van € 290 miljoen negatief.

In het onderwijs blijken 6 instellingen contracten met margin calls te hebben en 6 instellingen hebben open posities. Zij hebben dus derivaten afgesloten op toekomstige plannen die later of niet gerealiseerd worden. Sinds 2010 geldt de regeling Beleggen en Belenen in het onderwijs. En de inspectie is heel helder: «Open posities zijn strijdig met de regeling Beleggen en Belenen».

Opmerkelijk is dat open derivatenposities dus verboden zijn, maar er lijkt geen enkele straf op te staan voor de instellingen of de bestuurders van instellingen die toch open posities hebben. De Minister antwoordt ook op Kamervragen: «Ik ben niet voornemens om onderwijsinstellingen of verantwoordelijke bestuurders sancties op te leggen omdat ze een open positie hebben of hebben gehad.»<sup>11</sup>

### **Casus: Vrije Universiteit. Een grote, langdurige, open positie**

De Vrije Universiteit ontwikkelt in het begin van deze eeuw ambitieuze nieuwbouwplannen en daarop vooruitlopend sluit ze tussen 2005 en 2008 een serie renteswaps af. Daarmee verplicht zij zich jaarlijks vast ongeveer 5% rente te betalen minus de variabele rente. In november 2012 staan er nog geen investeringen tegenover deze swaps en heeft de VU een open positie op nominaal € 150 miljoen een derivatenpositie met een marktwaarde van 79,5 miljoen negatief. De waarde is zo negatief omdat de swaps tot 2035 lopen.

De VU deelt in een persbericht met de titel «Derivatenpositie voldoet aan de huidige wet-en regelgeving» mee dat «Deze derivaten zijn onder de huidige wet-en regelgeving toegestaan». De onderwijsinspectie is echter duidelijk: «Open posities zijn strijdig met de regeling Beleggen en Belenen»

Het overzichtsrapport gaat alleen over het MBO, HBO en WO. Bekend is dat ook elders in het onderwijs derivaten en risicovolle producten zijn gebruikt. De Stichting Vermogensbeheer Schoolbesturen Limburg belegt jarenlang tientallen miljoenen van basisscholen in onder andere derivaten. De stichting beschikt niet over een vergunning van een financiële instelling en is uiteindelijk in 2012 opgedoekt. Jaren daarvoor was al duidelijk dat zij volstrekt niet aan de regels voldeed.

<sup>10</sup> Inspectie van het Onderwijs, Ministerie van Onderwijs, Inventarisatie derivaten bij onderwijsinstellingen in het mbo en ho, Den Haag, November 2012,

<sup>11</sup> Aanhangels van de handelingen 711, 2012/2013

Minister Bussemaker en Staatssecretaris Dekker hebben overigens recentelijk aangekondigd<sup>12</sup> om de regeling «Beleggen en belenen» aan te passen op basis van het overkoepelend beleid van de Minister van Financiën ten aanzien van derivaten, waarbij ook gebruik wordt gemaakt van de regeling van de woningcorporaties. Dat overkoepelende beleid komt later in deze nota aan bod.

#### 4.3 Lagere overheden en deelnemingen

Minister Plasterk gaf op 27 februari een overzicht van de mede-overheden met derivatenposities<sup>13</sup>.

In het overzicht derivatenposities van gemeenten, waterschappen, provincies en gemeenschappelijke regelingen, dat hij aan de Kamer stuurde valt een aantal zaken op.

Relatief weinig mede-overheden gebruiken derivaten: in het totaal zijn er 43 mede-overheden (van de 849 aangeschreven overheden) met derivatenposities. De onderliggende nominale waarde bedraagt € 2,4 miljard.

Wanneer er sprake is van een mogelijke bijstortverplichting en/of bijzondere ontbindende voorwaarden, wordt de marktwaarde vermeld. Dat is het geval bij 5 gemeentes, 4 gemeenschappelijke regelingen en een waterschap. Zij blijken een negatieve marktwaarde te hebben van gezamenlijk € 125 miljoen (per 30/11/2012). Twee gemeentes, Den Haag en Zwolle hebben een open derivatenpositie. Rotterdam had dat in het verleden ook.

Het valt op de actuele marktwaarde van de derivaten niet vermeld wordt en ook in de boeken niet terug te vinden is. De rapportages van de woningbouwcorporaties en de onderwijsinstellingen bevatten die informatie wel. De informatie die de overheid over zichzelf bekend maakt is dus incompleter dan de informatie die zij van private instellingen opvraagt.

Tot slot worden de posities van deelnemingen van de mede-overheden compleet buiten beeld gehouden in deze rapportage, ondanks het feit dat er expliciet naar gevraagd was. Een voorbeeld, Slibverwerking Nood Brabant, volgt later. Een ander bekend voorbeeld betreft het havenschap Groningen Seaports

Laten we één gemeente nemen: Apeldoorn. Deze stad heeft derivaten met een nominale waarde van € 260 miljoen, maar de regering vindt het niet noodzakelijk te vermelden wat de marktwaarde van die swap is.

De gemeente Apeldoorn op haar beurt meldt in het jaarverslag over 2012 vrolijk: «De Minister van Binnenlandse Zaken heeft recent onderzoek gedaan naar het gebruik van rente-instrumenten bij decentrale overheden. Dit onderzoek vond plaats naar aanleiding van vragen uit de 2e Kamer, die ontstaan waren door problemen met derivaten bij een enkele woningbouwcorporatie. De Minister heeft de 2<sup>e</sup> Kamer op 5 februari een brief gestuurd, waarin hij concludeert: «De resultaten van de uitvraag geven aan dat decentrale overheden relatief weinig gebruik maken van derivaten, en dat de risico's verbonden aan die derivatenposities gering zijn». Voor Apeldoorn spelen ook die geringe risico's niet.»

<sup>12</sup> Kamerstuk 33 495, nr. 32 (16 juli 2013) over de financiële positie van publiek bekostigde onderwijsinstellingen, <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/kst-33495-32.html>

<sup>13</sup> Kamerstuk 33 489, nr. 7

Na deze zin zou je kunnen denken dat Apeldoorn geen of nauwelijks derivaten heeft, maar dit is dus één van de gemeentes met de grootste portefeuille. Deze gemeente met een preciaire financiële positie schrijft verder in haar jaarverslag dat de marktwaarde van de rentederivaten € 33 miljoen negatief bedraagt.

Het valt op dat de rekenkamercommissie hier geen commentaar op geeft evenmin als de accountant. Als je daarbij optelt dat de gemeente Apeldoorn garant staat voor € 482 miljoen aan leningen, waarvan € 152 miljoen aan leningen aan een woningbouwcorporatie die niet door de derde stresstest kwam van de toezichthouder in 2013 en dat Apeldoorn een negatieve algemene reserve heeft, dan zijn er vraagtekens te plaatsen bij het optimisme en het gebrek aan aandacht voor financiële risico's van de stad.

#### 4.4 Zorg

Pas op 12 december 2012 komt de brief van de Minister van Volksgezondheid, Welzijn en Sport. Zij heeft in de tussentijd wel een aantal Kamervragen beoordeeld over incidenten, maar geen overzicht gegeven. De brief is gebaseerd op een uitvraag van het Waarborgfonds voor de Zorgsector (WfZ).

De uitvraag betreft 378 instellingen die 70% van de intramurale zorg afdekken in de care en de cure. De Minister schrijft over de vraagstelling: «De beperkte vraagstelling door het WfZ betekent dat een analyse op portefeuilleniveau (bijv. negatieve waarde of open posities) niet mogelijk is».

Het waarborgfonds staat dus garant (de uitvraag betrof instellingen die onder WfZ of rijksgarantie vallen), maar kent de precieze positie waarvoor zij garant staat niet en vraagt er bij een uitvraag ook niet naar. Als één van de instellingen omvalt vanwege een Vestia-verhaal, dan staat WfZ dus wel garant voor leningen, of de overheid.

In totaal blijken 70 instellingen derivaten te bezitten. Vijf hebben een margin call en alleen van die vijf wordt vermeld dat zij geen open posities hebben.

De Minister schrijft ook nog: «Mocht een instelling in financiële problemen komen door onverstandig gebruik van derivaten dan ligt er voor de rijksoverheid geen verantwoordelijkheid voor de continuïteit van die betreffende instelling.» Zij legt de verantwoordelijkheid bij de Raad van Bestuur en de Raad van Toezicht. Daar ligt inderdaad de primaire verantwoordelijkheid.

De overheid staat echter wel rechtstreeks of via het WfZ garant bij de meerderheid van de zorginstellingen. En hoewel de overheid niet verantwoordelijk is voor de continuïteit van een instelling, legt zij wel degelijk normen op voor bereikbaarheid. Als acute zorg verdwijnt en de zorgverzekeraar niet aan zijn zorgplicht kan voldoen, dan is de overheid verantwoordelijk voor de bereikbaarheid van de zorg en zal zij dus ook gedwongen zijn om op bepaalde plaatsen ervoor zorg te dragen dat bepaalde vormen van zorg beschikbaar zijn ook bij een faillissement.

De algemene rekenkamer schrijft<sup>14</sup> in haar rapport over de verantwoording van het jaar 2012 van het Ministerie van VWW, die op 15 mei

<sup>14</sup> Kamerstuk 33 605 XVI, nr. 2 Jaarverslag en slotwet van het Ministerie van Volksgezondheid, Welzijn en Sport 2012, nr. 2.

2013 verschijnt: «Het is niet bekend hoeveel zorginstellingen beleggen in derivaten en de totale omvang is daardoor ook niet bekend. De Stichting Waarborgfonds voor de Zorgsector (WfZ) beschikt alleen over informatie van deelnemende zorginstellingen, terwijl juist bij niet-WfZ-deelnemers sprake kan zijn van een verhoogd risico omdat zij niet aan de financiële eisen die het WfZ stelt voldoen.

Verder blijkt uit onderzoek door derden dat de informatie in de jaarrekeningen van zorginstellingen niet altijd aan alle toelichtingsvereisten voldoen om een goed beeld verkrijgen van de risico's.»

In de brief van december 2012 kondigt de Minister aan dat zij risicovol gebruik van derivaten gaat verbieden en daarbij denkt aan open posities, margin calls en eenzijdige opzegmogelijkheden.

## 5 Nut van derivaten

Derivaten leveren een belangrijke bijdrage aan het stabiliseren van het financiële resultaat en de gezondheid van instellingen en ondernemingen. De flexibiliteit en liquiditeit die met name OTC derivaten kenmerkt<sup>15</sup>, maakt ze tot financiële risicobeheersingsinstrumenten bij uitstek. Uiteraard dient sprake te zijn van beleidsmatige correcte inzet gepaard met een adequate beheeromgeving. Dit laatste impliceert voldoende relevante kennis en aandacht voor onderwerpen als liquiditeitsrisico, kredietrisico en operationeel beheer.

Bij de meeste (semi)publieke instellingen is de belangrijkste motivatie voor het gebruik van derivaten het beheersen van de rentelasten volgend uit leningen met een variabele (fluctuerende) rente. Met behulp van rentederivaten kan de te betalen rente worden omgezet in een vast niveau of kan een plafond worden gezet op de maximaal te betalen rente. (Pensioenfondsen vormen een uitzondering; zij dekken juist het risico van dalende rente af die de waarde van hun verplichtingen doet toenemen.) Hiermee beschermen de instellingen zich tegen sterk stijgende rentelasten.

## 6 Risico's van derivaten onder falend toezicht

Op hoofdlijnen kunnen twee vormen van risico's bij derivaten worden onderscheiden:

1. *Onjuist gebruik: oneigenlijk of speculatief gebruik zoals het geval was bij Vestia en SNB*
2. *Gebrekkige uitvoering of beheersing: bijvoorbeeld onvoldoende oog voor liquiditeitsrisico (zoals het geval bij woningcorporaties) of kredietrisico*

Door falend toezicht is het mogelijk geweest dat beide vormen zijn optreden bij (semi)publieke instanties en zelfs hebben geleid tot grote ongelukken. We illustreren dit met twee voorbeelden.

### **Casus – Vestia: speculatie mogelijk door falend toezicht**

De Vestia case is inmiddels overbekend: overmatig gebruik van derivaten («overhedge»; zie hierna), inzetten van exotische en speculatieve derivaten en daarbij ook nog een frauderende treasurer (kasbewaarder). Vestia stond en staat onder toezicht van het Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV). CFV klaagde na het publiek bekend worden van de Vestia case over een ontoereikend toezichtinstrumenten-

<sup>15</sup> Over-the-counter derivaten zijn de meest gebruikte type derivaten voor het beheersen van renterisico. Het gaat om derivaten als swaps (waarmee renteniveaus vastgezet kunnen worden), caps (waarmee een renteplafond kan worden gecreëerd) en swaptions (opties op swaps).

tarium te beschikken om effectief toezicht te houden. Verschillende financiële specialisten hebben echter gezegd dat al in de jaarverslagen van voor 2010 duidelijk was dat Vestia grotendeels speculatief handelde.

Vestia speculeerde op lange termijn rentebewegingen door het verkopen(!) van verzekeringsproducten aan banken. Hiermee kon ze op korte termijn haar rentelasten drukken. De accountant faciliteerde dit kans spel: het gokken hoefde Vestia niet zichtbaar te maken in het jaarresultaat en op de balans, maar Vestia mocht wel pronken met de lagere rentelasten. Het pijnlijke is dat het CFV al in 2007 het volgende heeft gezegd: «*Bij de gebruikelijke afweging tussen vermogenskosten (rendement) en risico zouden corporaties zich niet moeten inlaten met activiteiten die leiden tot hoge (rente) risico's in ruil voor de laagst mogelijke financieringslasten.*»

En dat is precies wat Vestia wel deed!

CFV had dus al in 2007 voorspeld wat Vestia deed en CFV had al jarenlang uit jaarverslagen kunnen zien wat Vestia deed. En toch kwam CFV pas echt in actie toen in 2011 Vestia in problemen raakte. Het heeft CFV in eerste instantie niet aan toezichtsinstrumenten ontbroken maar vooral aan financiële kennis en inzicht om het speculatieve handelen van Vestia te doorzien.

Overigens geldt de speculatie van Vestia slechts aan het licht is gekomen door de hard gedaalde rente. Als de renteniveaus voor lange looptijden (20–50 jaar) rond de 4% waren gebleven, was de speculatie van Vestia misschien niet eens bekend geworden. Vestia had niet hoeven te betalen op de door haar verkochte verzekeringsproducten (de verkochte swaptions) en wel geprofiteerd van lagere rentelasten.

### **Casus – Vestia en Groningen Seaports (GSP): overhedging**

Indien er meer derivaten zijn afgesloten dan er variabele leningen zijn afgesloten, is er sprake van overhedging. Stel dat een instelling EUR 200 miljoen aan derivaten heeft en EUR 150 miljoen aan variabele rente leningen dan is er in principe een overhedge van EUR 50 miljoen.<sup>16</sup> Die EUR 50 miljoen aan derivaten kan niet aan leningen worden gekoppeld en dient dus niet om de rentelasten te stabiliseren. De waardeverandering van die derivaten moet dan ook direct als een winst of verlies worden gerapporteerd. Een overhedge komt vaak voort uit (te) positieve investeringsprognoses. Het renterisico wordt al afgedekt terwijl de investering nog niet is gedaan – dus de bijbehorende financiering ook nog niet is afgesloten. Dit is bijvoorbeeld het geval geweest bij Groningen Seaports (GSP). GSP zegt daarover: «De destijds met zekerheid geraamde investeringen zijn uitgebleven, vertraagd...». Zoals vaker is hier sprake van overmoed («overconfidence»): de prognoses zijn veel rooskleuriger dan de realiteit: de «zekerheid» was er helemaal niet zoals achteraf blijkt. Ook bij Vestia speelde dit een rol. Er was een derivatenportefeuille van ongeveer EUR 10 miljard, terwijl de af te dekken variabele leningen slecht een deel de van leningenportefeuille van EUR 5 miljard bedroeg (de omvang van de variabele leningen is niet in jaarverslagen opgenomen). Vestia verwachtte in de toekomst leningen af te sluiten voor veel nieuwe projecten. Die overmoed kwam terug in een te grote derivatenportefeuille waardoor ze zichzelf in de afgrond stortte. Niet alleen het debacle

<sup>16</sup> De situatie wordt anders indien er sprake is van leningen waarvan met zeer hoge zekerheid bekend is dat ze op relatief korte termijn worden afgesloten. De crux zit uiteraard in het bepalen van het «met zeer hoge zekerheid».

met de derivatenportefeuille heeft ertoe geleid dat de investeringen niet meer plaatsvonden, ook de economische malaise zorgt ervoor dat woningcorporaties hun investeringsambities terugschroeven. Vestia heeft een dergelijk scenario niet eens overwogen maar haar beleid volledig op het meest optimistische scenario geënt: de spreekwoordelijke hoogmoed en val.

### **Casus – SNB: speculatief gebruik derivaten**

Slibverwerking Noord-Brabant (SNB) is een waterschapsbedrijf. SNB is eigendom van een zestal waterschappen. Het gebruik van derivaten door SNB heeft medio 2012 tot een schandaal geleid. Het bleek dat SNB zeer speculatieve transacties is aangegaan. SNB beweerde (krediet)risico af te dekken met een constructie waarop ze nog geld toekregen. Dat geld kregen ze omdat ze in de praktijk (kredietrisico)verzekeringen hadden verkocht aan een bank. Er is niet heel veel financiële kennis nodig om in te zien dat het verzekeren van een risico – zoals iedereen die een verzekering heeft, weet – geld kost en nooit geld kan opleveren. SNB was dit niet duidelijk en de provincie – als toezichthouder op de waterschappen – blijkbaar evenmin. Het erge is dat SNB hierover is blijven liegen en de Minister de kamer valselijk heeft voorgelicht, en dat ook hier het toezicht heeft gefaald (zie appendix voor toelichting op die zaken).

In het jaarverslag 2008 zegt SNB zelf onomwonden dat «*SNB het kredietrisico op zich genomen van een gediversifieerde portfolio van 115 bedrijven*»

Ook zegt SNB: «*Samengevat houdt de transactie in dat SNB een oplopend bedrag dient uit te keren aan Deutsche Bank in het geval de faillissementen (credit events) [...] boven een vastgelegde drempel uitkomen. Ofwel, als van de 115 bedrijven er meer dan 47 een bepaald aantal (afhankelijk van het gewicht van het bedrijf in de portfolio) geraakt worden door een credit event, moet SNB een uitkering doen aan de bank. De maximale uitkering bedraagt circa EUR 270 miljoen*» SNB geeft hiermee openlijk toe dat het risico loopt EUR 270 miljoen te moeten betalen in een negatief scenario!

Als wordt afgezien van het financiële jargon resteert één conclusie: een slibverwerkingsbedrijf geeft kredietgaranties aan een grote internationale bank en loopt het risico tot EUR 270 miljoen euro te moeten betalen!

### **Casus – woningcorporaties: gebrekkige uitvoering**

Veel woningcorporaties moesten als gevolg van de sterk dalende rente in de afgelopen jaren onderpand storten naar hun derivatentegenpartijen. Een groot aantal corporaties kwam hierdoor (bijna) in liquiditeitsproblemen zonder dat ze zich te buiten waren gegaan aan speculatie (zoals onder meer bij Vestia het geval was). Sterker: ze hadden «gewone» derivaten op de juiste manier gebruikt om renterisico te beheersen. Echter voor het liquiditeitsrisico was nooit aandacht geweest. Het gebruik van onderpand is overigens in principe aanbevelenswaardig: het reduceert het kredietrisico op een tegenpartij. Vrijwel niet één woningcorporatie had een goede afweging tussen renterisico, kredietrisico en liquiditeitsrisico gemaakt.



## 7 Plannen van de regering en risico's huidige ontwikkelingen

In het regeerakkoord van 29 oktober 2012 van het kabinet Rutte/Asscher is deze passage opgenomen:

«voor organisaties die (mede) met publiek geld zijn gefinancierd, verboden is om te speculeren met complexe financiële producten zoals derivaten. Verzekeren tegen renterisico's is wel toegestaan. Toezicht hierop vindt plaats bij de jaarlijkse accountantscontrole.»

Ter uitwerking van deze nota schreef Minister Dijsselbloem de brief «Derivaten in de (semi)publieke sector»<sup>17</sup> Het doel van deze nota is het doen van aanbevelingen om het toezicht op respectievelijk regelgeving met betrekking tot derivaten te verbeteren.

Hierin staat een aantal zeer zinnige voorstellen. Zo gaat het nieuwe beleid gelden voor alle (semi)publieke instellingen, en niet-publieke instellingen die met publiek geld worden gefinancierd. Echter even later lijkt een uitzondering te gaan gelden voor deelnemingen van lagere overheden. Dat zou onverstandig zijn met casussen als Groningen Seaport en Slibverwerking Noord Brabant in het achterhoofd.

Er is echter ook een aantal risico's dat kleeft aan de voorgenomen maatregelen.

### *Minder stabiliteit van financiële resultaten*

Zoals gezegd zijn OTC derivaten uitermate geschikt voor risicobeheersing en worden ze daar in de praktijk veelvuldig effectief voor gebruikt, de verschillende high-profile incidenten ten spijt. Indien instellingen over een te beperkt instrumentarium beschikken kan dit ten koste gaan van de stabiliteit van het financiële resultaat. Relevante voorwaarden die gehanteerd moeten worden zijn onder meer deskundig (expert)toezicht en voldoende kennis binnen de instelling.

Een voorbeeld van een te grote beperking kan zijn dat rentederivaten niet langer dan 10 jaar mogen lopen. Als je vindt dat rente niet mag worden vastgezet, zou je ook 15 jaar vaste leningen moeten verbieden bij investeringen.

Dit gedeelte geldt in ieder geval zolang leningen en derivaten in de regelgeving zo verschillend behandeld worden.

### *Partiële focus met risico op nog complexere producten*

De huidige en voorgenomen regelgeving richt zich zeer sterk enkel op derivaten. Dit is begrijpelijk gezien de recente incidenten maar is een partiële en potentieel contraproductieve aanpak. Dezelfde derivaten die de Minister binnen regelgeving probeert te vangen, kunnen namelijk in leningen worden verpakt. Zo is veel minder bekend dat dit bij Vestia ook het geval was, terwijl dit ook om een aanzienlijk bedrag ging (volgens bronnen om enkele honderden miljoenen euro's aan leningen waarin derivaten waren verwerkt). Deze derivaten verschillen niet van de derivaten die de Minister wil verbieden maar vallen buiten de regelgeving. Tevens hoeven ze volgens accountingregels niet zichtbaar gemaakt te worden op de balans en in het jaarresultaat. Hetzelfde geldt voor garanties en borgstellingen.

De regelgeving kan een averechts effect hebben doordat, bijvoorbeeld, financiële instellingen op termijn derivaten meer in leningen gaan verwerken en/of dat overheidsinstellingen meer met garanties gaan werken. Zeker wanneer de verslaglegging dwingt tot openheid over de hier beschreven derivaten maar niet over verborgen derivaten.

<sup>17</sup> Kamerstuk 33 489, nr. 9 (26 april 2013)

## Casus – Vestia: verborgen derivaten

Een onderwerp dat binnen het Vestia schandaal onderbelicht is gebleven zijn de zogenoemde *embedded derivaten* in leningen: Vestia had tenminste van 500 miljoen van deze derivaten verborgen in leningen. Die embedded derivaten hadden overwegend de volgende vorm. De bank had het recht om na een aantal jaar te kiezen of de rente in de lening voor de resterende looptijd van de lening gelijk is aan:

- De variabele rente, of
- Een vaste rente, bijv. 3,5%

Dit is een rentederivaat, namelijk een optie die de bank heeft gekregen van Vestia. De bank zal op het moment dat ze mag kiezen, de meest gunstige van de twee rentetarieven kiezen, en daarmee de meest ongunstige voor Vestia.

Terwijl de derivatencontracten nog in de toelichting van de jaarverslagen van Vestia werden genoemd, werd met geen woord over die verborgen derivaten gerept. Bewust stopten banken die derivaten in (door de overheid geborgde!) leningen zodat Vestia geen onderpand hoefde storten. De (negatieve) waarde en risico's (in ongunstige scenario's) van dergelijke embedded derivaten komt in officiële verslaglegging nergens naar voren.

Veel regelgeving richt zich nu op «alleenstaande» derivaten, maar niet op derivaten in andere vorm zoals die embedded derivaten of garanties/garantstellingen (die in feite ook derivaten zijn). De financiële sector is doorgaans zeer inventief en weet producten op talloze manieren te verpakken. Het toezicht enkel aanscherpen op producten die onder de noemer «derivaten» vallen zal op termijn niet voldoende zijn; evenmin als het uitvaardigen van zeer specifieke (beleids)regels: de banken zullen veel regels weten te omzeilen. Goede toezichtsprincipes, een adequaat toezichtskader en inzicht in financiële producten en markten zijn de meest essentiële «bestrijdingsmiddelen» van risicovol gebruik van financiële producten.

### *Volgende crisis in de maak door negeren kredietrisico*

Uit het gebruik van derivaten volgt kredietrisico: de partij voor wie het derivaat een positieve waarde heeft loopt het risico dat de tegenpartij failliet gaat. Daarom wordt vaak van onderpand gebruikt. Door de dalende rente moesten veel (semi)overheidsinstanties onderpand storten. Bij een sterk stijgende rente – bijvoorbeeld in geval de inflatie sterk oploopt – kan dat precies omgekeerd uitpakken: de instanties ontvangen dan onderpand van de banken. In een situatie bij oplopende inflatie maar afwezigheid van economische groei is een faillissement van één of meerdere banken niet denkbeeldig. Indien er geen afspraken bestaan over het beheersen van kredietrisico dan zullen (semi)publieke instellingen massaal verliezen leiden. Gebruik van onderpand is noodzakelijk om in meer extreme situaties gigantische verliezen te vermijden: dit betekent dat bij bepaalde derivaten het te overwegen is om juist de financiële tegenpartij te verplichten een onderpand te storten.

Alternatief kunnen instellingen verplicht worden zeer frequent de eventuele positieve waarde uit derivatencontracten deels te onttrekken. Maar het voorstel van de Minister, waarin wordt toegestaan geen onderpand te gebruiken is een recept voor een volgende crisis (voor zover Europese regelgeving het nog toe staat om geen onderpand te gebruiken).

Het financieel toezicht op (semi)publieke overheidsinstanties is nu versnipperd over enkele ministeries. Deze ministeries hebben niet per definitie de benodigde *financiële* expertise (kennis, ervaring, inzicht) om toezicht te houden. In feite is daardoor sprake van schijntoezicht zoals we reeds in verschillende gevallen hebben gezien – waaronder de bovengenoemde cases

## **8 Aanbevelingen**

We doen de volgende aanbevelingen:

### *1. Aanscherpen verslaglegging*

De praktijk heeft aangetoond dat financiële verplichtingen die niet uit de balans blijkt onvoldoende helder in officiële rapportages, in het bijzonder het jaarverslag naar voren komen. Zulke verplichtingen kunnen voortkomen uit derivatencontracten, uit derivaten «ingebod» in leningen en garanties. We adviseren met de Raad voor de Jaarverslaglegging (RJ) in gesprek te treden en te vragen de richtlijnen en regels aan te scherpen. Het verdient de voorkeur dat een afzonderlijk hoofdstuk wordt gewijd aan niet uit de balans blijvende financiële verplichtingen – ongeacht de precieze aard daarvan. In dat betreffende hoofdstuk zal de instantie toelichten op welke termijn deze verplichtingen op hun vroegste opeisbaar zijn gegeven de gemaakte afspraken met betreffende partijen, hierbij moet rekening worden gehouden met de minst gunstig denkbare omstandigheden. Daarnaast moet een indicatief de impact op resultaat en balans (op horizon van 3 of 5 jaar) worden vermeld voor het geval dat daadwerkelijk opgeëist zal worden op de vroegst mogelijke termijn. Daarbij mogen geen optimistische veronderstellingen over ontwikkelingen van de economie of financiële markten worden gehanteerd. De overheid kan ook zelf op korte termijn afdwingen dat deze informatie verplicht opgenomen wordt in jaarverslagen en gerapporteerd aan de toezichthouder.

### *2. Principle-based toezicht met uniform toezichtskader voor alle (semi)publieke instellingen, inclusief participaties van (lagere) overheden*

Er bestaat geen reden om *per sector* financiële toezichtregels te hebben. Voor alle betreffende instanties geldt dat ze geld aantrekken om hun activiteiten te financieren. De behoefte aan financiering kan renterisico's met zich mee brengen en de beheersing daarvan vervolgens krediet- en liquiditeitsrisico's. Die problematiek verschilt *niet* tussen woningcorporaties, zorginstellingen, waterschappen of gemeenschappelijke regelingen.

De overheid brengt alle medeoverheden en instellingen, die voor een groot deel gefinancierd worden uit de overheid of die een essentiële dienst verlenen, inclusief deelnemingen van decentrale overheden, onder de nieuwe regels. Dit betekent onder andere alle woningbouwcorporaties, ziekenhuizen en scholen en deelnemingen van gemeentes en waterschappen. Alleen voor financiële instellingen als de Waterschapsbank (NWB) en de Bank Nederlandse Gemeenten, geldt dit niet aangezien zij reeds onder toezicht van DNB en AFM vallen waar voldoende financiële kennis en expertise is.

We pleiten voor één helder toezichtskader dat niet probeert alle denkbare situaties te ondervangen aangezien dat in de praktijk toch een idee fixe blijkt te zijn. Het toezicht zal daarmee principle based zijn. Dit betekent zeker geen «light touch». Zo voert de DNB al jaren principle based toezicht.

### *3. Centraliseer en professionaliseer het toezicht*

Politici en overheidsorganen hebben het houden van financieel toezicht niet als hoofdtaak en zijn niet in staat daadwerkelijk effectief dat toezicht te houden. Het voorstel is om financieel toezicht meer te concentreren. Zo kan er voldoende focus worden gecreëerd en wordt financieel toezicht een hoofdtaak in plaats van bijzaak zoals nu vaak het geval. Aangeraden wordt te overwegen het financieel toezicht op (semi)publieke instellingen bij de DNB te beleggen, gezien haar brede financiële kennis en ervaring met principle-based toezicht. Op die wijze bestaat er tevens een integraal en holistisch toezicht op financiële markten.

### *4. Sanctioneer non-compliance*

Financiële incidenten en misstanden hebben vaak geen consequenties voor de verantwoordelijken. Dit betekent dat er weinig tot geen discipline-rende werking uitgaat van het (nu nog gebrekkige) externe toezicht. Op het niet naleven van richtlijnen en regels, zowel (aanscherpte) RJ-regels als het nieuwe toezichtskader moeten heldere sanctiemaatregelen staan. Bij voorkeur wordt dit op het gebied van bestuurdersaansprakelijkheid ingevuld. Bij grote overtreding kan ook het strafrecht een mogelijke weg zijn, zeker wanneer er grote risico's genomen worden met publiek geld. Ook de verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid van accountants verdient aandacht. Veel te weinig wijzen accountants op economische risico's en te veel nog zijn ze bezig te beoordelen of financiële constructies binnen bestaande regels toegestaan kunnen worden: de letter lijkt belangrijker te zijn dan de geest.

## **Geraadpleegde literatuur**

Algemene Rekenkamer, «Risiko's voor de overheidsfinanciën – inzicht en beheersing», Tweede Kamer, vergaderjaar 2011–2012, 33 299, nr. 2

Brief van Minister van Financiën aan de voorzitter van de Tweede Kamer, «Kamervragen van dhr. Omtzigt (CDA) inzake de omvang van derivatenposities van instellingen in de (semi)publieke sector, d.d. 27 september 2012 en 24 oktober 2012»

Brief van Minister van Financiën aan de voorzitter van de Tweede Kamer, «Betreft: Derivaten in de (semi)publieke sector», 26 april 2013,

Centraal Fonds Volkshuisvesting, «Renterisiko's beheerst of financiële risico's vergroot? Derivaten bij woningcorporaties», Baarn, 31 mei 2012, ([http://www.cfv.nl/media\\_dirs/8446/media\\_files\\_data/rapport\\_derivatenonderzoek\\_2012.pdf](http://www.cfv.nl/media_dirs/8446/media_files_data/rapport_derivatenonderzoek_2012.pdf))

Centraal Fonds Volkshuisvesting «Verslag financieel toezicht woningcorporaties verslagjaar 2006», 20 november 2007

Inspectie van het Onderwijs, Ministerie van Onderwijs, Inventarisatie derivaten bij onderwijsinstellingen in het mbo en ho, Den Haag, November 2012, <http://www.rijksoverheid.nl/documenten-en-publicaties/rapporten/2012/11/20/inventarisatie-derivaten-bij-onderwijsinstellingen-in-het-mbo-en-ho-herziene-versie.html>

Kamerstuk 33 489, nr. 9, brief van de Minister van financiën over de derivatenposities van (semi-)publieke instellingen, 26 April 2013, <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/kst-33489-9.html>

Regeling beleggen en belenen door instellingen voor onderwijs en onderzoek 2010, [http://wetten.overheid.nl/BWBR0026436/geldigheidsdatum\\_25-08-2013](http://wetten.overheid.nl/BWBR0026436/geldigheidsdatum_25-08-2013)

Rekenkamer Rotterdam, «Het Nieuwe Stadion (HNS)», RR/13-069/PH/CS

## Appendix: onvolledige en onduidelijke beantwoording Kamervragen

Uit de brief van de Minister van Financiën op kamervragen<sup>18</sup> 2012 komen tal van onjuistheden aangaande Slibverwerking Noord-Brabant (SNB) naar voren:

- De Minister noemt enkel dat «In 2007 heeft SNB een Switch Transaction (ST) afgesloten met Deutsche Bank (DB) met als voornaamste doel financiële risicovermindering» terwijl in het jaarverslag 2009 tevens wordt gemeld «SNB heeft kredietrisico op zich genomen op drie PCDSs». In feite heeft SNB een verzekering verkocht aan één of meerdere banken en loopt hierdoor risico zoals ze zelf terecht aangeeft in haar jaarverslag.
- De Minister stelt glashard dat de ST «een van tevoren bekende en vastgelegde financiële opbrengst» levert. Dat is onjuist. Pas op aflooptdatum (of beperkte tijd daarvoor) is bekend wat de financiële opbrengst van een derivaat is over zijn gehele looptijd. Wel is er een maximum verlies, namelijk de gehele onderliggende waarde. In het jaarverslag van 2009 schrijft SNB zelf ook over de mogelijke uitkeringen die zij op de PCDSs moet doen. Die zouden maximaal EUR 270 miljoen bedragen
- De Minister merkt op: «De ST loopt tot 2017 zonder tussentijdse betalingsverplichting voor SNB en haar aandeelhouders. Enkel door exceptionele economische ontwikkelingen zou deze situatie kunnen veranderen.» Dit is in tegenspraak met de bewering van een «een van tevoren bekende en vastgelegde financiële opbrengst». Bovendien getuigt de term «exceptionele economische ontwikkelingen» van volledige afwezigheid van risicobewustzijn tevens een volkomen gebrek aan inzicht in de huidige instabiele economische situatie (bovendien is er blijkbaar niets geleerd van de kredietcrisis).
- De uitspraken van de Minister  
*«Hierdoor ontstaat boekhoudkundig een negatief eigen vermogen. Op papier lijkt SNB hierdoor failliet, terwijl de omzet en de kostenstructuur in orde zijn.»*  
en  
*«Het negatieve eigen vermogen staat op gespannen voet met de contractuele afspraken met DB. SNB is daarom thans in gesprek met DB over hoe om te gaan met deze wijziging in de verslaggevingregels. Het is algemeen gebruikelijk en geaccepteerd dat banken en bedrijven bij wijziging van regelgeving met elkaar nieuwe afspraken maken.»*  
zijn zeer ongepast en geven ten onrechte een geruststellend beeld. In de woningcorporatiesector is onderkend dat toepassing van accountingregels tot recentelijk te weinig conservatief was en dat huidige invulling een veel getrouwer beeld van de waarheid schetst (zie bijv. Portaal, Mooiland, Woonstad). Bovenstaande uitspraken wekken geenszins de indruk dat SNB en de Minister beseffen dat de huidige toepassing van accounting – in tegenstelling tot de vroegere interpretatie – een reëler beeld van de werkelijkheid geven. SNB is een tijdbom geworden, maar niet voor de Minister.

De provincie had als toezichthouder tijdig het falen van het financieel beleid van SNB moeten voorzien en ingrijpen. Gegeven dat ze dat niet had gedaan had ze bij het bekend worden van het schandaal voor maximale transparantie en goede communicatie moeten zorg dragen. Het tegenovergestelde is gebeurd: SNB is blijven volharden in haar fout en de Minister heeft de Kamer onwaarheden over de situatie van SNB verteld. Minstens zo belangrijk is te constateren van de provincie niet verwacht mag worden dat zij kennis en expertise heeft op het gebied van

<sup>18</sup> Aanhangsel van de handelingen 622, 2012/2013

(complexe) financiële derivaten. De provincie zou dan ook niet belast moeten zijn met financieel toezicht.