

Postbus 107
3740 AC Baarn
Bezoekadres:
Oude Utrechtseweg 19
Baarn

Telefoon 035 - 69 54 070
Telefax 035 - 69 54 080
Internet <http://www.cfv.nl>
e-mail info@cfv.nl

De minister voor Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties
t.a.v. mevrouw mr. drs. J.W.E. Spies
Postbus 20011
2500 EA DEN HAAG

Ons kenmerk

JM/RV/12.0152

Onderwerp

Stress test liquiditeitsrisico's

Baarn, 30 maart 2012

Geachte mevrouw Spies,

Hierbij doe ik u zoals toegezegd de resultaten toekomen van de door het Centraal Fonds uitgevoerde stresstest naar liquiditeitsrisico's ultimo 2011 uit hoofde van het hebben van derivatenportefeuilles door woningcorporaties.

Het onderzoek betreft 162 corporaties (exclusief Vestia) waarvan er per 31 december 2011 nog 158 een derivatenportefeuille bezaten. Bij deze corporaties is onderzocht of zij per genoemde datum beschikten over een voldoende liquiditeit-/kredietbuffer om te kunnen voldoen aan bijstortverplichtingen (margin calls) als gevolg van een negatieve marktwaarde bij een rentedaling van 1%.

De totale derivatenportefeuille van deze 162 corporaties bedraagt € 17,9 miljard op een totale leningportefeuille van € 62,2 miljard. Macro beschikken deze corporaties over een buffer van ruim € 1,5 miljard waarmee, uitgaande van de totale derivatenportefeuille van deze corporaties, een theoretisch bepaalde margin call van € 569 miljoen bij een rentedaling van 1% ruimschoots kan worden opgevangen. Bij 107 van de onderzochte 162 corporaties is geen sprake van derivatencontracten met bepalingen inzake margin calls, bij 55 corporaties wel. Bij deze groep van 55 corporaties is de stresstest uitgevoerd: 47 corporaties hebben de stresstest goed doorstaan.

Bij acht corporaties is vastgesteld dat per genoemde datum zij niet beschikten over een voldoende buffer om margin calls als gevolg van een rentedaling van 1% op te kunnen opvangen. Het tekort aan een financiële buffer voor deze acht corporaties gezamenlijk bedroeg per 31 december 2011 € 216,0 miljoen. Het gaat om de stichtingen Zayaz, Portaal, Elkien, Wooninvest, Woonwaard, Mooiland, De Woonplaats en Humanitas Huisvesting. Alle acht corporaties hebben naar het Fonds aangegeven maatregelen te treffen om het tekort aan een buffer te doen verdwijnen. Bij stichting Elkien en Humanitas heeft het Fonds inmiddels kunnen vaststellen dat op dit moment wel sprake is van een voldoende buffer. Bij de overige zes corporaties zal het Fonds doorgaan met monitoringactiviteiten teneinde te volgen of de corporaties snel over een voldoende buffer beschikken. Over de voortgang zal ik u in het tweede kwartaal van dit jaar berichten.

Een tweetal zaken breng ik graag nog onder uw aandacht. Het Fonds zal de nu uitgevoerde stresstest, mede in het kader van het dit jaar verder uit te werken liquiditeits toezicht, indien nodig later dit jaar herhalen. Deze activiteit staat los van de macrorapportage over het derivatenbeleid die ik u eind mei van dit jaar verwacht te sturen, maar ook van het reguliere solvabiliteitsoordeel later dit jaar.

Het tweede punt betreft de kwaliteit van de door corporaties aangeleverde informatie. Die is ook in dit onderzoek regelmatig van beperkt niveau geweest. Dat heeft bij het Fonds tot de indruk geleid dat het besef bij corporaties van de mogelijke liquiditeitsrisico's ondermaats was en dat daarnaast interpretatieverschillen blijken te bestaan tussen de betreffende corporaties en het WSW over de voorwaarden waaronder margin call verplichtingen kunnen worden gefinancierd.

Vanzelfsprekend ben ik bereid tot een toelichting.

Met vriendelijke groet
Centraal Fonds Volkshuisvesting



Drs. J. van der Moolen
Directeur

Bijlage: 1

**Stresstest liquiditeitsrisico ultimo 2011
uit hoofde van de derivatenportefeuilles
bij 162 woningcorporaties¹**

Centraal Fonds Volkshuisvesting,

30 maart 2012

¹ Exclusief Vestia

Samenvatting

Het Fonds heeft onderzoek uitgevoerd bij 162 corporaties (exclusief Vestia) die over een derivatenportefeuille zouden beschikken. Onderzocht is of deze corporaties een voldoende liquiditeits/kredietbuffer hebben om aan bijstortverplichtingen (margin calls) als gevolg van negatieve marktwaarde van hun derivatencontracten te kunnen voldoen bij een rentedaling van 1%. Vier van deze corporaties hebben inmiddels geen derivatenportefeuille meer. 55 van deze corporaties hebben contracten waaruit een verplichting voortvloeit om tussentijds een marktwaarde te verrekenen. Na een voorselectie zijn 36 corporaties nader bevestigd en onderzocht. Van deze 36 corporaties waren er acht waarbij hun buffer per 31 december 2011 ontoereikend was om de volledige margin call bij een rentedaling van 1% op te kunnen vangen. Het tekort aan buffer van deze acht samen is € 216,0 miljoen. Deze corporaties hebben zonder uitzondering aangegeven maatregelen te nemen om margin calls bij een renteschok van -1% op te kunnen vangen, bij twee is daar inmiddels al sprake van.

De totale derivatenportefeuille van deze 162² woningcorporaties is gekoppeld aan een onderliggende waarde aan leningen van € 17,9 miljard op een totale leningportefeuille van € 62,2 miljard. Macro beschikten deze corporaties over een buffer van ruim € 1,5 miljard waarmee een theoretisch bepaalde margin call van € 0,6 miljard ruimschoots kon worden opgevangen. Dat betekent ook dat, buiten de genoemde acht corporaties met een onvoldoende buffer, de andere corporaties met een tussentijdse bijstortplicht in de contracten, zich hebben ingedekt tegen een mogelijke rentedaling van 1%.

De kwaliteit van de door de corporaties aangeleverde informatie liet in een behoorlijk aantal gevallen te wensen over. Dit heeft het onderzoek danig bemoeilijkt en de tussentijdse resultaten nadelig beïnvloed. In een behoorlijk aantal gevallen was contact met de corporatie noodzakelijk om de juiste informatie te achterhalen. Het aanleveren van juiste informatie is een belangrijk aandachtspunt voor het toezicht en de sector.

Inleiding

In juni 2011 is het Fonds gestart met een sectorbreed themaonderzoek naar het gebruik van derivaten door woningcorporaties. Op dit moment wordt gewerkt aan de analyse van de gegevens en de themarapportage. De ten opzichte van ultimo 2010 gedaalde lange termijnrente sorteert een aanzienlijk effect op de marktwaarde van de derivatenportefeuille en de daaruit mogelijk voortvloeiende liquiditeitsbehoefte. Om die reden heeft het Fonds ultimo 2011 bij 150 corporaties (exclusief Vestia) om geactualiseerde informatie gevraagd. De gegevens van Vestia worden door het Fonds gedurende de werkweek dagelijks gemonitord. Voor het onderzoek dat in de zomer van 2011 is gestart, zijn 156 corporaties (inclusief Vestia) geselecteerd die op basis van de Verantwoordingsinformatie over 2010 over derivaten bleken te beschikken. Twee corporaties zijn ontheven vanwege een uiterst minieme derivatenpositie en inmiddels zijn twee corporaties gefuseerd en één is opgeheven. Corporaties die voor het eerst in 2011 derivatenposities hadden, zijn door uitwisseling van informatie met het WSW bekend geworden. Ook aan hen is dezelfde informatie opgevraagd. Het betreft hier 12 corporaties. Deze rapportage heeft derhalve betrekking op 162 corporaties (exclusief Vestia).

De aanvullende informatie zal ook worden betrokken bij de themarapportage die naar verwachting voor de zomer gereed zal zijn. Vooruitlopend op de themarapportage wordt in dit rapport alvast een beeld verstrekt van de derivatenposities die de 162 corporaties ultimo 2011 hadden. Tevens is nagegaan bij welke corporaties er sprake is van een collateral verplichting als gevolg van de daling van de marktwaarde. Bij de corporaties die dat betreft is ten behoeve van een eerste selectie globaal berekend in hoeverre de door deze corporaties aangelegde liquiditeitsbuffers, margin calls bij een rentedaling van 1% (100 basispunten) kunnen opvangen. Vervolgens is een geautomatiseerde selectie gemaakt van corporaties die mogelijk een onvoldoende buffer hebben. Aan deze corporaties is aanvullende informatie opgevraagd en geanalyseerd in hoeverre ze een renteschok van -1% aan margin calls kunnen opvangen vanuit de door hen aangelegde buffer. Deze grens is in de financiële wereld gebruikelijk en is door het ministerie van BZK als toetsingsnorm aangereikt. Uiteindelijk heeft er een nadere beoordeling van de (aanvullende) gegevens van 36 corporaties plaatsgehouden. Uit deze stresstest blijkt bij welke corporaties de buffer per 31 december 2011 ontoereikend is.

De analyse is ontleend aan de opgave van corporaties. De uitkomsten van de analyse hebben dan ook betrekking op deze gegevens. De ingediende gegevens zijn door de bestuurders van de corporaties verstrekt. Het Centraal Fonds kan geen verantwoordelijkheid nemen voor de juistheid van alle door de corporaties aangeleverde gegevens. Daar waar er mogelijk zichtbaar sprake was van onjuiste gegevens, zijn deze geverifieerd en zo nodig bijgesteld. In de tussentijd van de conceptrapportage en dit rapport is verder nog een kwaliteitscontrole op de gegevens toegepast. De aanpassingen die naar aanleiding hiervan zijn gedaan, hebben geleid tot een gewijzigde selectie van nader te bevestigen en onderzoeken corporaties.

² Vier van deze corporaties bleken per ultimo 2011 geen derivatenposities meer te hebben.

De omvang van de derivatenportefeuilles van corporaties verschilt onderling sterk. Binnen één portefeuille kunnen er grote verschillen zijn in de voorwaarden waaronder de diverse contracten zijn aangegaan. Ook zijn er verschillende standaards in contracten die vaak ook ieder weer hun eigen voorwaarden kennen. Voor derivatentransacties hanteren geldverstrekkers een aantal soorten overeenkomsten, zoals de ISDA-overeenkomst (International Swap Derivatives Association) en de RFD (Raamovereenkomst voor Financiële Derivaten). Beide overeenkomsten bestaan uit een hoofdovereenkomst (master agreement), een bijlage (schedule) en een lijst met definities. De bijlagen bij de overeenkomsten kunnen ook nog eens per bank verschillen.

In de aanpak van het onderzoek is in de eerste stap gekozen voor een opvraag van informatie op portefeuilleniveau en niet op contractbasis. Vervolgens zijn op basis van deze gegevens corporaties geselecteerd die mogelijk een niet toereikende buffer hebben om te voldoen aan contractuele verplichtingen om (een deel van) de negatieve marktwaarde bij 1% rentedaling als onderpand te storten. De verzoeken van banken om onderpand te storten, worden margin calls genoemd.

Aan de geselecteerde corporaties zijn nadere gegevens gevraagd over hun derivatenportefeuille en aangehouden buffer. Deze gegevens zijn geanalyseerd om vast te stellen of deze uit hoofde van margin call verplichtingen een nog niet gedekt liquiditeitsrisico lopen.

Er bestaat ook een mogelijkheid dat er voorwaarden in de derivatencontracten staan (o.a. breakclauses of additional termination events) die ertoe kunnen leiden dat contracten door de tegenpartij kunnen worden ontbonden. Om dit risico in te kunnen schatten, is gedetailleerde informatie nodig van de onderliggende contracten. De break clauses waarbij vooraf contractueel is bepaald dat afgerekend wordt, kunnen met de breakdatum in het vooruitzicht worden gemanaged door de corporaties. Bij ontbindingen als gevolg van z.g. 'Early termination events' is dat niet het geval, maar het risico daarop schat het Fonds in als gering. Deze rapportage levert derhalve geen inzicht op in hoeverre corporaties dit risico kunnen opvangen. Het Fonds zal risico's die voortvloeien uit derivatengebruik door corporaties incorporeren in het financieel toezicht van het Fonds.

Aard en omvang van de derivatenportefeuille van 162 woningcorporaties samen

Hieronder worden de omvang en de samenstelling van de totale derivatenportefeuille van 162 (exclusief Vestia) geënquetterde corporaties per ultimo 2011 geschetst. Deze peildatum is bewust gekozen vanwege de controlemogelijkheid (op onderdelen) met de nog te ontvangen jaarrekening 2011, voorzien van accountantsverklaring.

Tabel 1: Samenstelling derivatenportefeuille van 162 corporaties per ultimo 2011

Bedragen per 31-12-2011, (x € 1.000)				
Soort derivaten	Totaal van de onderliggende nominale waarde (Notional)	Totaal van de marktwaarde	Indien aan de orde: Totaal threshold	Indien aan de orde: Gestort onderpand (collateral uit hoofde van Margin call)
a. Caps	1.434.405	18.131	0	0
b. Floors	745.799	-85.404	3.000	0
Totalen (a t/m b):	2.180.204	-67.273	3.000	0
c. Renteswaps	13.385.072	-2.429.714	849.823	217.214
d. Forward Rate Agreements (FRA's)	279.000	-40.446	36.920	0
e. Swaptions	527.739	-77.786	0	8.605
f. Futures of andere op een beurs verhandelde derivaten	0	0	0	0
g. Gestructureerde derivaten (eventueel combinatie van a-f)	996.117	-372.724	65.124	0
h. Anders	498.000	-76.876	25.000	0
Totalen (c t/m h):	15.685.928	-3.059.546	976.867	225.819
Totalen (a t/m h):	17.866.132	-3.126.819	979.867	225.819
Totale inschatting van het effect op de marktwaarde van de Totale portefeuille bij 1% (=100 basispunten) rentedaling in euro's (x € 1.000)			-3.289.758	

In de tabel is een onderscheid gemaakt tussen derivaten waarmee geen liquiditeitsrisico wordt gelopen (de Caps en Floors onder a en b) en derivaten waar dit mogelijk wel het geval is. Op te maken valt dat de totale derivatenportefeuille (exclusief Vestia) een onderliggende waarde heeft van € 17,9 miljard. Exclusief de



portefeuille Caps en Floors is dit € 15,7 miljard. De marktwaarde van dit deel (c t/m h) van de portefeuille is € 3,0 miljard negatief. Corporaties hebben het effect van een 1% rentedaling op de marktwaarde van de totale portefeuille ingeschat op € 3,3 miljard negatief.

Volgens de opgave van de corporaties wordt ultimo 2011 een totaalbedrag aan middelen en krediet-faciliteiten (buffer) aangehouden van € 1,5 miljard. Dit bedrag hebben de corporaties gereserveerd om eventuele margin calls op te kunnen vangen. Als alle derivatencontracten onder de verplichting om tussentijds de marktwaarde te verrekenen zouden zijn aangegaan, was deze buffer onvoldoende om een margin call naar grootte van de marktwaardedaling van € 3,3 miljard op te vangen. Rekening houdend met de verhouding van (threshold + gestort collateral) ten opzichte van de marktwaarde van deel c t/m h van de portefeuille, welk deel mogelijk onderhevig is aan liquiditeitsrisico, is rekenkundig benaderd dat bij 1% rentedaling, een margin call van € 569,1 miljoen te verwachten is. De buffer van € 1,5 miljard van deze corporaties is uit macro oogpunt ruimschoots toereikend om dit bedrag aan margin calls op te vangen.

Tabel 2: Omvang notional derivatenportefeuille ten opzichte van leningportefeuille

	(x € 1 miljard)
Totaal leningbedrag 162 corporaties ultimo 2010	€ 62,2
Totaal notionals derivatenportefeuille c t/m h	€ 15,7

De omvang van de onderliggende waarde (leningen, notionals) van de derivatenportefeuille ultimo 2011 is 25,2% van de totale leningportefeuille ultimo 2010³ van de 162 corporaties.

Analyse liquiditeitseffecten individuele corporaties

Hierna worden de uitkomsten van de analyse van de individuele gegevens van de 162 corporaties (exclusief Vestia) gepresenteerd. Aangegeven wordt hoeveel corporaties onvoldoende buffer hebben om de marktwaardedaling bij 1% rentedaling op te kunnen vangen. De ingediende gegevens zijn op portefeuilleniveau. Omdat niet alle derivatencontracten margin call verplichtingen hebben, zijn de ingediende gegevens van deze corporaties nader bestudeerd om een indruk te krijgen van het werkelijk te storten bedrag bij 1% rentedaling. Dit bedrag ligt in die gevallen lager dan de opgegeven verwachte daling van de marktwaarde bij - 1%.

Tabel 3: Corporaties met en zonder verplichting tussentijdse verrekening marktwaarde

	Aantal
Corporaties <u>zonder</u> tussentijdse marktwaarde verrekening (boven threshold)	107
Corporaties <u>met</u> tussentijdse marktwaarde verrekening (boven threshold)	55
Totaal aantal beoordeelde corporaties	162

De analyse van de gegevens levert op dat 107 van de 162 corporaties geen risico lopen op een tussentijdse margin call om onderpand (collateral) te storten. Van deze 162 corporaties blijken er vier inmiddels geen derivatenportefeuille meer te hebben. Bij 55 corporaties is dat wel het geval. Bij deze 55 corporaties is vervolgens gekeken in hoeverre de middelen die worden aangehouden als buffer om margin calls op te vangen, toereikend is. Hierbij is uitsluitend gekeken naar dat deel (c t/m h) van de portefeuille dat mogelijk aan margin calls onderhevig kan zijn. Daarbij is onderkend dat een corporatie derivatencontracten in de portefeuille kan hebben met en zonder tussentijdse marktwaardeverrekeningsverplichting. Bij 36 van de 55 corporaties, is veelal op basis van de opgevraagde informatie, een nader onderzoek gedaan, bij 19 corporaties was dat niet nodig. 47 corporaties doorstaan de stresstest. Dat betekent dat zij met hun aangelegde liquiditeits- en kredietbuffer en rekening houdend met thresholdafspraken, margin calls bij een renteschok van -1% kunnen doorstaan. Acht corporaties konden dat per ultimo 2011 nog niet.

³ De vergelijking is uitsluitend bedoeld als indicatie en niet geheel zuiver omdat de standen van verschillende jaren worden vergeleken.

Tabel 4: Corporaties met een tekort aan buffer om een margin call boven threshold bij -1% op te kunnen vangen ultimo 2011

	Naam corporatie	Bedragen (x € 1.000,-)		
		Buffer	Margin call boven threshold bij 1% rentedaling	Tekort aan buffer
1	Stichting Zayaz	26.500	37.500	-11.000
2	Stichting Portaal	250.500	296.347	-45.847
3	Stichting Elkien	59.033	80.000	-20.967
4	Stichting Wooninvest	15.167	40.800	-25.633
5	Stichting Woonwaard Noord-Kennemerland	15.209	24.271	-9.062
6	Stichting Mooiland	24.191	65.721	-41.530
7	De Woonplaats	42.566	87.604	-45.038
8	Stichting Humanitas Huisvesting	0	16.903	-16.903
	Totaal	433.166	649.146	-215.980

Van deze acht corporaties zijn er zes bezig met het nemen van maatregelen om wel op korte termijn te kunnen voldoen aan de stresstest van 1% rentedaling, Elkien en Humanitas hebben inmiddels al een toereikende buffer. Deze acht corporaties samen hadden een buffer van € 433,2 miljoen en een te verwachten margin call boven threshold van € 649,1 miljoen bij 1% rentedaling. Per saldo is er een tekort aan buffer van € 216,0 miljoen. De voorgenomen maatregelen lijken in alle gevallen tot het gewenste resultaat te leiden. De maatregelen betreffen onder andere het verminderen van liquiditeitsrisico's door herstructurering van de portefeuille, het in overleg met banken aanpassen van de threshold bedragen, het meer spreiden van de contracten of het doorzakken in leningen. Anderzijds probeert men een grotere buffer aan te leggen, meer kredietfaciliteiten te verkrijgen of niet-Daeb-bezit in hypotheckair verband als zekerheid onder te brengen. Corporaties lopen daarbij wel aan tegen naar het lijkt tegenstrijdige regels van het WSW. Voordat het WSW leningen voor investeringen borgt, is de regel dat corporaties eerst hun eigen middelen daarvoor aanwenden. Dit lijkt te botsen met de andere voorwaarde van het WSW dat buffers om margin call verplichtingen op te kunnen vangen, niet met geborgd geld mogen worden gefinancierd.

Toezicht activiteiten

Het Fonds zal de genoemde zes corporaties monitoren in de uitvoering van hun maatregelen om zorg te dragen voor een voldoende buffer om een renteschok van -1% op te kunnen vangen. De minister zal over de voortgang daarin worden geïnformeerd. Het eerst aan het eind van het tweede kwartaal van 2012. In de onderzoeksprogramma's van het reguliere toezicht (met ingang van de solvabiliteitsbeoordelingen 2012) zullen concrete toetspunten worden 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. Daarbij zal ook aandacht worden besteed aan break clauses en andere bepalingen in contracten die risico's in kunnen houden. Het reguliere toezicht kan daarbij worden ondersteund door gegevens op te nemen in de dVi en/of dPi. Deze gegevens kunnen als trigger dienen en leiden tot de opvraag van aanvullende gegevens.

Advies aan de minister

Het Fonds is voornemens om de stresstest vaker uit te voeren op grond van een risicoanalyse. Het Fonds adviseert de minister om de jaarlijkse gegevensopvraag aan te vullen met gegevens die ondersteunend zijn bij de risicoanalyse. Hiertoe zal een voorstel worden gedaan. Het Fonds zal tevens een nader voorstel van de uniforme uitwerking (omstandigheden en periodiciteit) van de stresstest doen bij de uitwerking van het liquiditeitstoezicht. Daarnaast wordt geadviseerd om de gegevensopvraag uit te breiden met informatie over het risico van de overige derivatencontractvoorwaarden en het managen van deze risico's door corporaties.

Ten behoeve van de hiervoor genoemde stresstest adviseert het Fonds om in de nadere uitwerking hiervan eventueel rekening houdend met een bandbreedte van de aan te houden buffer, wettelijk vast te leggen, samen met nog enkele risico mitigerende bepalingen rond treasury bij woningcorporaties. Er zullen nog voorstellen worden gedaan hoe en met welke periodiciteit de norm voor de aan te houden buffer te bepalen.

Ook adviseert het Fonds om gezamenlijk met het Fonds in overleg treden met het WSW om na te gaan in hoeverre (investerende) corporaties, met inachtnaam van de beleidsregels van het WSW, in staat zijn of kunnen worden gesteld om een toereikende buffer aan te leggen voor margin call verplichtingen.

Vanuit het externe toezicht door het ministerie en het Fonds is het wenselijk om corporaties met klem aandacht te vragen voor een tijdige en ordentelijke aanlevering van gegevens.