

Afgeleide financiële instrumenten: Derivaten.

Excessieve risico's in de derivatenportefeuille van woningcorporaties: Een case study.

Richard Aanen

Abstract

Woningcorporatie Vestia stond in 2012 aan de rand van de afgrond door het bezitten van zeer speculatieve derivatenposities ter waarde van ruim 23 miljard euro. Uiteindelijk is Vestia gered van een faillissement, omdat het ook andere woningcorporaties in zijn vrije val mee zou trekken. Sindsdien is een omvangrijke 'maatregelenportefeuille' ingevoerd teneinde de risico's betreffende derivaten bij woningcorporaties in te perken. De huidige tendens bij woningcorporaties, het verzwaarde toezicht, de strikte specifieke wet- en regelgeving, de transparanter wordende verslaggevingsstandaarden en de verplichte aanstelling van gekwalificeerde toezichthouders op bedrijfsniveau zijn slechts een greep uit de omvangrijke maatregelenportefeuille. De genomen maatregelen vormen een toetsingskader teneinde een case study uit te voeren. Uit de case study blijkt dat de maatregelen hebben bijgedragen aan het inzichtelijk maken van de risico's betreffende derivaten bij woningcorporaties. Geconcludeerd wordt dat de maatregelenportefeuille waarschijnlijk de Vestia-affaire zal hebben voorkomen. Wel blijft voldoende kennis van de toezichthouder(s) noodzakelijk. De aanbevelingen omvatten een limitatieve opsomming van gewenste maatregelen. Een van de belangrijkste is de tendens dat de hoeveelheid maatregelen het gebruik van derivaten ontmoedigt, terwijl derivaten juist bedoeld zijn als smeermiddel voor een stabiele situatie. Derhalve dient een beweging te worden gemaakt naar efficiëntere en effectievere wet- en regelgeving.

Naam	Richard Aanen
Student ID-nummer	413389
Begeleider	Drs. H. J. Bouwer
Onderwerp	Derivaten / Afgeleide financiële instrumenten
Datum	11-07-2017
Pagina's	48

Inhoudsopgave

1. INTRODUCTIE	4
1.1 INLEIDING.....	4
1.2 ONDERZOEKSVRAGEN EN METHODOLOGIE	5
2. THEORETISCH RAAMWERK	7
2.1 DERIVATEN.....	7
2.1.1 <i>Losstaande derivaten</i>	7
2.1.2 <i>Embedded derivaten</i>	8
2.1.3 <i>Gehedgede derivaten</i>	8
2.2 RISICO	9
2.3 VERSLAGGEVINGSSTANDAARDEN	10
2.4 CONTROLLERENDE INSTELLINGEN.....	11
3. VERSLAGGEVINGSSTANDAARDEN.....	12
3.1 VERSCHILLEN TUSSEN RJ 290 EN IFRS 7	12
3.1.1 <i>Verwerking en waardering van derivaten</i>	12
3.1.2 <i>Doel van toelichtingen op derivaten</i>	13
3.1.3 <i>Toelichting op derivaten</i>	14
3.2 AANPASSINGEN VAN DE RJ 290 FINANCIËLE INSTRUMENTEN.....	17
3.3 CONCLUSIE	19
4. CONTROLLERENDE INSTELLINGEN	20
4.1 ACHTERGROND	20
4.2 AUTORITEIT WONINGCORPORATIES	21
4.2.1 <i>Reglement inzake het financieel beleid en beheer</i>	21
4.2.2 <i>Verantwoordingsinformatie</i>	22
4.2.3 <i>Stresstest derivaten</i>	23
4.3 NEDERLANDSE BEROEPSORGANISATIE VAN ACCOUNTANTS	23
4.3.1 <i>Assurance-rapport</i>	24
4.3.2 <i>Accountantsverslag</i>	24
4.3.3 <i>Controleverklaring omtrent bestuursverslag</i>	25
4.4 INTERNE TOEZICHT	25
4.5 CONCLUSIE	26
5. CASE STUDY.....	27

5.1 TENDENSEN BIJ WONINGCORPORATIES	28
5.1.1 <i>Tendens in de sector</i>	28
5.1.2 <i>Tendensen van de onderzochte woningcorporaties</i>	28
5.2 RESULTATEN	29
5.2.1 <i>Ymere</i>	30
5.2.2 <i>Stichting Ouderenhuisvesting Rotterdam (SOR)</i>	31
5.2.3 <i>Stadgenoot</i>	33
5.2.4 <i>SWZ</i>	33
5.3 CONCLUSIE	34
6. CONCLUSIE	36
7. AANBEVELINGEN EN BEPERKINGEN	39
8. BIBLIOGRAFIE	41
8.1 ARTIKELEN EN BOEKEN	41
8.2 GERAADPLEEGDE BRONNEN	42
8.3 WETSARTIKELEN	44
9. APPENDIX	45

1. Introductie

1.1 Inleiding

Het is inmiddels 6 jaar geleden dat accountantskantoor KPMG de jaarrekening 2010 van woningcorporatie Vestia goedkeurde. Onterecht, omdat de financiële positie betreffende derivaten een verkeerde representatie van de werkelijkheid was. Het bleek dat de semipublieke instelling grote risico's liep met het aanhouden van een derivatenportefeuille, met een onderliggende waarde van ruim 23 miljard euro aan derivatencontracten.

Speculatie heeft een grote rol gespeeld in de problematiek omtrent Vestia. Door de verdere daling van de rentestand en het niet gebruiken van de derivaten als een financieel instrument om risico's in te perken, moest het grote verliezen nemen. Aanvankelijk in de vorm van onderpand dat gestort moest worden aan de verstreker van de derivaten ter grootte van ongeveer 2 miljard euro. Deze zogenaamde *margin calls* verkleinen het kredietrisico van de derivaatverstreker. Echter, margin calls leidde ertoe dat het liquiditeitsrisico van Vestia groter werd (Böhmer, Hoogendoorn & Kruit, 2016). Door het speculatieve karakter van de aangehouden derivaten is Vestia's risicopositie dermate groot geworden dat Vestia door de hele sector gered moest worden. De onverantwoorde speculaties met derivaten leidde tot een verlies van bijna 3 miljard euro (Piersma en Verbraecken, 2016). De schade had zelfs kunnen oplopen tot maar liefst 7 miljard euro (NOS, 2014).

De Vestia-affaire had grote gevolgen (kunnen hebben) voor allerlei betrokkenen. Niet alleen aandeelhouders met een belang in Vestia, maar de gehele samenleving was betrokken bij de neergang van Vestia. Het bedrijf is een semipublieke instelling en heeft een maatschappelijke verplichting te vervullen, namelijk het voorzien van sociale huurwoningen. De redding van Vestia was noodzakelijk, omdat het ook andere woningcorporaties in zijn 'vrije val' mee zou trekken en een faillissement zou de hele samenleving raken.

Enkele factoren hebben invloed gehad op de Vestia-affaire. Het opzettelijk frauderend handelen van de treasury manager is de oorzaak van de problematiek. Echter, onvoldoende interne controle van het bestuur en de tekortkomingen in de wet- en regelgeving hebben een belangrijke rol gespeeld in het niet vroegtijdig herkennen en voorkomen van de fraude.

Buiten het feit dat sprake was van fraude van de treasury manager van Vestia en het gebrek aan interne controle van het bestuur, speelden twee factoren van het controlesysteem een belangrijke rol in het vroegtijdig herkennen en voorkomen van de fraude: de tekortkomingen van de wet- en regelgeving en de inadequate uitvoering van de controle door zowel KPMG als Deloitte.

Desalniettemin is sinds de Vestia-affaire de markt wat rustiger omtrent derivaten. Desalniettemin is het onderwerp zeer relevant. Juist de situatie kort na een dergelijk schandaal geeft al snel de indruk dat in de toekomst geen vergelijkbare situatie meer voordoet. De mogelijkheid dat een vergelijkbaar schandaal zich voor gaat doen, is zeer reëel als de wetgeving en controle betreffende derivaten in gebreke blijft.

Het doel van derivaten is het afdekken van bepaalde risico's, zoals valutarisico's, renterisico's of waardeveranderingen van aandelen. De af te dekken onderliggende waarde is vaak een ba-

siscontract. Echter, losstaande derivaten zijn niet nauw verbonden aan een basiscontract, waardoor het gebruik ervan lijkt op speculeren. De stresstest van de derivatenportefeuille wijst uit dat de losstaande derivaten een totale onderliggende waarde van 13,7 miljard euro hebben van alle woningcorporaties en een negatieve marktwaarde van meer dan 6 miljard euro. De meest voorkomende derivaten zijn de *payer (rente)swaps*, met een omvang van ruim 85% van de totale losstaande derivatenportefeuille. Payer swaps dekken het risico van een rentestijging in, doordat een vaste rente wordt betaald en een variabele rente wordt ontvangen. De onderliggende waarde is hypothetisch en is af te leiden uit de rentebetalingen die voortkomen uit het derivatencontract. Deze payer swaps zijn onder meer de reden waarom Vestia in de problemen raakte. De woningcorporatie verwachtte namelijk geen verdere rentedaling (toen rond de 2 à 3%).

In het voorgaande komt het speculatieve karakter van losstaande derivaten naar voren. Namelijk, payer swaps hebben, in tegenstelling tot embedded en gehedgede derivaten, een eenzijdige werking (Aalbers, 2012). Bij een rentestijging wordt een winst geboekt, terwijl bij een rentedaling een verlies wordt gemaakt. Een derivatencontract zorgt derhalve voor een hogere volatiliteit van de rendementen (speculatie) wanneer het ten overvloede gebruikt wordt. Bij hedging is het tegenovergestelde waar; hedging gaat gepaard met een lagere volatiliteit van de rendementen. Afhankelijk van het risicomanagement kan worden geconcludeerd of er sprake is van hedging of speculatie. Hentschel en Kothari (2001) concluderen dat er sprake is van hedging of speculatie, afhankelijk van hoe de derivaten gebruikt worden. Geaggregeerd zijn derivaten niet per definitie speculatief of juist risico minimaliserend. In het algemeen kan geconcludeerd worden dat het bestaan van derivaten ten goede van de financiële markten komt (Hentschel en Kothari, 2001; Stulz, 2004; Bartram, Brown en Fehle, 2009; Abdel-Khalik en Chen, 2015).

1.2 Onderzoeksvragen en methodologie

Het doel van deze scriptie is het in kaart brengen van de risico's die gepaard gaan bij losstaande derivaten op basis van een toetsingskader. Dit wordt bereikt door twee perspectieven van het controlesysteem te onderzoeken: de verslaggevingsstandaarden en de controlerende instellingen. Het raamwerk wordt gebruikt om te identificeren in hoeverre het huidige controlesysteem toekomstige risico's van losstaande derivaten inperkt. Het raamwerk geeft een antwoord op de centrale vraagstelling:

Welke maatregelen zijn genomen om de risico's betreffende losstaande derivaten in te perken bij woningcorporaties?

Deze centrale vraagstelling wordt behandeld door middel van twee deelvragen, die per perspectief een toetsingskader vormen voor de beantwoording van de onderzoeksvraag en het uitvoeren van de case study.

In de eerste deelvraag wordt het perspectief 'verslaggevingsstandaarden' nader uitgewerkt. Hierbij worden de verschillen tussen de standaarden *RJ 290 Financiële Instrumenten* en de

toekomstige International Financial Reporting Standards (*IFRS*) 9 *Financial Instruments* en *IFRS* 7 *Financial Instruments: Disclosures* van de International Accounting Standards Board (IASB) met elkaar vergeleken. Het analyseren van de verschillen geeft meer inzicht in maatregelen die het meest gewenst zijn en in eventuele tekortkomingen van de standaarden. Hier is gekozen voor IFRS 9 en niet voor de huidige standaard IAS 39, omdat de laatste per 1 januari 2018 vervangen wordt.

Per 1 januari 2014 is de standaard RJ 290 Financiële instrumenten aangepast in de RJ-Uitingen 2013-12 en 2013-15. Ook deze aanpassing van de standaard verdient aandacht te krijgen, omdat eventuele misstanden met de regelgeving ten tijde van de Vestia-affaire reeds voorkomen kunnen zijn met de aanpassingen van de regelgeving. Ook deze aanpassingen zijn een onderdeel van de beantwoording of de risico's van losstaande derivaten zijn ingeperkt door de verslaggevingsstandaarden. Betreffende de verslaggevingsstandaarden kunnen de volgende (sub-)deelvragen worden opgesteld:

- 1a. Wat zijn de verschillen tussen RJ 290 en IFRS?
- 1b. Wat zijn de aanpassingen van de RJ 290 Financiële instrumenten per 1 januari 2014?
- 1c. Welke verschillen geven meer inzicht in de risicopositie?

Naast de verslaggevingsstandaarden hebben de controlerende instellingen ook invloed op de risico's die gepaard gaan met losstaande derivaten. Een van de belangrijke oorzaken in de Vestia-affaire waren de tekortkomingen in de accountantscontrole. Ook accountantskantoren Deloitte en KPMG zijn medeverantwoordelijk voor het schandaal door de jaarrekening onterecht goed te keuren. Deze deelvraag wordt beantwoord op basis van maatregelen die zijn genomen door de Autoriteit Woningcorporaties (Aw) en de Koninklijke Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (NBA). De maatregelen geven inzicht in hoeverre de controle en het toezicht bijdraagt aan het inperken van risico's betreffende derivatenposities en maakt het mogelijk de kwaliteit van de controle te beoordelen. Dit leidt tot de tweede deelvraag:

2. Wat is de rol van de controlerende instellingen om de risico's van losstaande derivaten in te perken?

De deelvragen vormen een raamwerk door de verschillen in verslaggevingsstandaarden en de rol van de controlerende instellingen te analyseren. Uiteindelijk dient het jaarverslag voldoende inzicht te geven in de financiële positie. Door middel van het gevormde toetsingskader worden de jaarverslagen van Ymere, SOR, Stadgenoot en SWZ onderzocht in hoeverre de jaarverslagen inzicht geven in de risico's omtrent derivaten. Deze case study draagt bij aan de beantwoording van de onderzoeksvraag en geeft aan of de huidige maatregelen een soortgelijke situatie als de Vestia-affaire zouden kunnen voorkomen.

2. Theoretisch raamwerk

Financiële instrumenten worden gebruikt om een overeenkomst tussen twee partijen tot stand te brengen. Financiële instrumenten kunnen worden opgesplitst in twee categorieën, namelijk traditionele financiële instrumenten, zoals leningen, en afgeleide financiële instrumenten. De meest bekende afgeleide financiële instrumenten zijn derivaten, zoals futures, call- en putopties, termijncontracten, renteswaps en valutaswaps. Derivaten behoren een kwantificeerbare uitdrukking te geven van de risico's die verbonden zijn aan bepaalde basiscontracten in de financiële jaarrekening. Derivaten zijn grofweg in drie categorieën op te delen: *losstaande derivaten*, *gehedgede (afgedekte) derivaten* en *embedded derivaten*.

Voor de beantwoording van de hoofdvraag is het noodzakelijk een onderscheid te maken tussen losstaande derivaten (zie paragraaf 2.1.1), embedded derivaten (zie paragraaf 2.1.2), en gehedgede derivaten (zie paragraaf 2.1.3). De soorten derivaten onderscheiden zich in de mate van risico (paragraaf 2.2). Tenslotte wordt bekeken welke maatregelen sinds het uitkomen van het Vestia-schandaal in 2012 genomen zijn voor zowel verslaggevingsstandaarden (zie paragraaf 2.3) als de controlerende instellingen (zie paragraaf 2.4).

2.1 Derivaten

Derivaten zijn contracten, waarin op basis van een onderliggende waarde bepaalde rechten en verplichtingen voortvloeien naar twee partijen. Derivaten zijn afgeleide producten, omdat de waarde ervan wordt ontleend aan een onderliggende waarde. De onderliggende waarde is de 'hypothetische', of *notionele waarde* hebben. De notionele waarde wordt voor het opstellen van het contract geacht te zijn overgedragen. Er worden rechten en plichten geschept, waardoor risico's worden overgedragen tussen partijen. Een voorbeeld van een derivaat met een notionele waarde is een lening met een principaal en interestbetalingen. De principaal is de notionele waarde en fictief, terwijl de interestbetalingen wél feitelijk plaatsvinden. De interestbetalingen worden ook wel 'netto-afwikkeling' genoemd.

International Accounting Standard (IAS) 39.9, RJ 290 en IFRS 9 beschrijven drie algemene kenmerken van een derivaat. Ten eerste verandert de waarde van het derivaat als gevolg van marktfactoren. Bij woningcorporaties is veelal de rentevoet de onderliggende marktfactor, maar ook wisselkoersen, kredietwaardigheid, prijsindices en goederenprijzen zijn marktfactoren die invloed hebben op de waarde van het derivatencontract. Een tweede kenmerk is het ontbreken of geringe bestaan van een nettoaanvangsinvestering. In feite worden rechten en plichten aan de betrokken partijen overgedragen. Echter, bij aanvang van het contract zijn louter de kosten voor het opstellen van het contract de gemaakte uitgaven. Investerings komen derhalve niet voor bij het opstellen van een derivatencontract; er is geen fysieke overdracht van middelen. Het derde kenmerk is het plaatsvinden van de afwikkeling van het derivatencontract in de toekomst.

2.1.1 Losstaande derivaten

Losstaande derivaten worden gedefinieerd als derivatencontracten die geen nauw verband hebben met een basiscontract. Losstaande derivaten zijn derhalve alle derivaten die geen embedded

of gehedegede derivaten zijn. Ook kunnen losstaande derivaten worden aangehouden voor handelsdoeleinden: de handelsportefeuille (IFRS: held-for-trading). De handelsportefeuille is speculatief van aard.

Specifieke aandacht gaat uit naar macro hedging. Uit de jaarrekeningen van ING (2017) en ABN (2017) wordt duidelijk dat macro hedging kan worden toegepast om risico's van grote portfolio's te hedgen. Voornamelijk rentevoetrisico's worden hiermee gehedged (ING, 2017). Ondanks dat de hedge betrekking heeft op een portfolio, wordt het vaak lastig ervaren deze toe te passen in de praktijk, omdat een hedge vaak niet het risico van de gehele portfolio kan minimaliseren. Macro hedging wordt derhalve gezien als soort van losstaande derivaat, omdat er geen nauw verband met een basiscontract bestaat.

2.1.2 *Embedded derivaten*

Embedded derivaten zijn in een contract besloten. Deze derivaten worden als losstaande derivaten behandeld op het moment dat deze moeten worden afgescheiden van het basiscontract. Het doel van het afscheiden van embedded derivaten is afzonderlijk het risico van de derivaten tot uitdrukking te brengen in de jaarrekening. Afscheiden vindt plaats op het moment dat (RJ 290.827, IAS 39.11):

- Er geen nauw verband bestaat tussen de risico's en economische kenmerken van het basiscontract en het derivaat,
- Een afzonderlijk instrument met dezelfde voorwaarden als het embedded derivaat zal voldoen aan de definitie van een derivaat, en;
- Dat zowel het basiscontract als het embedded derivaat niet tegen reële waarde wordt verwerkt met waardeveranderingen in de winst- en verliesrekening.

Of er sprake is van een nauw verband, wordt in zowel de RJ (bijlage 5 bij RJ 290) als IFRS (IAS 39.AF27-33) met nadere voorbeelden uitgelegd. Uitgangspunt is dat een nauw verband tussen basiscontract en embedded derivaat bestaat op het moment dat de risicoprofielen van beide gelijk zijn aan elkaar. Zo is een geschreven optie (receiver swaption), waarbij de woningcorporatie de derivaatverstrekker het recht geeft de lening te verlengen tegen een vooraf afgesproken rentevoet, niet nauw verbonden met het basiscontract. Het renterisico van de lening staat los van de risico's van de voortvloeiende verplichting voor de woningcorporatie. Een ander voorbeeld is een converteerbare obligatie, waarbij het risicoprofiel van de obligatie (renteschommelingen) ongelijk is aan het risicoprofiel van de optie tot aandelenkoop (koersschommelingen). In dit voorbeeld ontbreekt een nauw verband tussen de aandelenprijs en de rentevoet (Böhmer, Hoogendoorn & Kruit, 2016). De specifieke voorbeelden die IFRS 7 en RJ 290 geven, kunnen aanleiding zijn tot een verschillende behandeling van embedded derivaten door de standaarden.

2.1.3 *Gehedegede derivaten*

Gehedegede derivaten zijn hedge-instrumenten om een positie af te dekken. Deze type derivaten worden derhalve ook niet speculatief gebruikt. In tegenstelling tot losstaande en embedded derivaten kan onder IFRS en RJ facultatief gebruik gemaakt worden van *hedge accounting* als

aan bepaalde voorwaarden wordt voldaan. Het doel van hedge accounting is gelijktijdig de resultaten en risico's van het hedge-instrument en de afgedekte positie in de winst- en verliesrekening tot uitdrukking te brengen (Böhmer, Hoogendoorn & Kruit, 2016). Hedge accounting is derhalve niets meer dan een matching principe door het gelijktijdig verwerken van de waardeveranderingen van het derivaat en de onderliggende waarde. In bepaalde gevallen wordt een mismatch bij toepassing van hedge accounting vergeleken met de normale regels voor waardering van derivaten voorkomen. IAS 39 en IFRS 9 kennen drie soorten hedgerelaties: *fair value hedges*, *cash flow hedges* en *hedges of net investments in foreign operations* (EY, 2014). RJ 290 kent door de mogelijkheid derivaten tegen kostprijs te waarderen ook *kostprijs-hedge-accounting*.

De voorwaarden voor hedge accounting zijn op een zodanige manier opgesteld dat het derivaat effectief het risico afdekt. Zo moet er een formele hedgedocumentatie worden bijgehouden en wordt de effectiviteit van de hedgerelatie minstens eenmaal per rapportageperiode getoetst. De mate van ineffectiviteit is het gedeelte waarin het hedge-instrument faalt de veranderingen in het onderliggende waarde te compenseren. Een situatie waarin een daling van de reële waarde van de onderliggende waarde 10 is en het hedge-instrument een stijging van 9 laat zien, is voor 90% een effectieve hedge. De effectiviteitstoets is onder IAS 39 nog gekwantificeerd, waarbij tussen de 80% en 125% als effectief beschouwd kan worden en derhalve hedge accounting mag worden toegepast. RJ 290 kende reeds geen gekwantificeerde effectiviteitstoets.

In de praktijk is het voldoen aan de voorwaarden van IAS 39 geen eenvoudige taak gebleken, waardoor toepassing van hedge accounting relatief weinig toegepast wordt (Guay en Kothari, 2003; Abdel-Khalik en Chen, 2015). De invoering van IFRS 9 poogt hedge accounting toegankelijker te maken door een meer principle-based accountingstandaard te introduceren. De gekwantificeerde grens van effectiviteit in IAS 39 wordt vervangen door een doel-gebaseerde toetsing in IFRS 9 en meer risicomanagement strategieën kunnen zich kwalificeren voor hedge accounting (EY, 2014).

Tenslotte is een hedgen vaker speculatief dan men zou verwachten (Adam en Fernando, 2006). Wanneer een hedge ineffectief is en er sprake is van *overhedging*, heeft een verandering in de onderliggende marktfactoren een groter effect op het resultaat dan de verandering in de reële waarde van het basiscontract. Hierdoor kan de situatie ontstaan dat derivaten die bestempeld zijn om risico's af te dekken, juist speculatief gebruikt worden. Echter, hedge accounting zal niet toegepast worden, omdat aan de effectiviteitstoets niet wordt voldaan (Böhmer, Hoogendoorn en Kruit, 2016; Abdel-Khalik en Chen, 2015).

De impact van de implementatie van IFRS 9 op hedge accounting is aantoonbaar. Echter, gezien de (in verhouding tot losstaande en embedded derivaten) omvang en de voorwaarden voor hedge accounting wordt in het vervolg van deze scriptie hedge accounting slechts in enkele gevallen meegenomen in de analyse.

2.2 Risico

Risicomanagement is hetgeen centraal in deze scriptie. Grofweg kunnen derivaten gebruikt worden om risico's in te dekken (hedgen) of met het doel op korte termijn excessieve rende-

menten te behalen (speculeren). Derivaten lenen zich hier uitstekend voor, omdat de aanvangs-investering dermate laag is. Risico wordt door zowel IFRS 7 als de RJ 290 gesplitst in drie soorten: kredietrisico's, liquiditeitsrisico's en marktrisico's.

Het is relatief eenvoudig aan te tonen dat derivaten speculatief gebruikt worden. De totale derivatenmarkt heeft eind 2015 een totale notionele waarde van 492 biljoen USD (2016: 482 biljoen USD), vergeleken met een wereldwijde hoeveelheid financiële netto-bezittingen van huishoudens van 126 biljoen USD (Bank for International Settlements, 2017; Allianz, 2016). 79% van de notionele waarde zijn renteswaps, overeenkomstig de situatie bij woningcorporaties.

Deze situatie toont aan dat daadwerkelijk derivatencontracten speculatief gebruikt worden, omdat de notionele waarde van de derivatenmarkt vele malen groter is dan de daadwerkelijke hoeveelheid bezittingen die afgedekt zouden kunnen worden. De 'open' positie van een groot gedeelte van de notionele waarde wijst op excessieve risico's en speculatie (Esposito, 2012). Bovendien voldoen derivaten aan de kenmerken van een weddenschap: (i) je 'gokt' op een verandering van de prijzen, (ii) maakt relatief weinig tot geen investering, (iii) hebt geen verwachting van een fysieke levering en (iv) behoeft geen informatie aan derden te verstrekken (Abdel-Khalik en Chen, 2015).

Twee veelgebruikte methodes om renterisico's van derivaten in te schatten zijn de value-at-risk-methode (VaR) en de stresstest (Stulz, 2004; ABN (2017)). Voor de reikwijdte van deze scriptie wordt naar de stresstest gekeken, omdat deze methode van risico's inschatten ook gehanteerd wordt door de Aw (2016a). De stresstest wordt ook wel een 'wat als-toets' genoemd en functioneert als ware een gevoeligheidsanalyse; de stabiliteit van een systeem, sector of entiteit wordt blootgesteld aan exceptionele, hypothetische voorwaarden. Vervolgens wordt berekend wat deze voorwaarden voor impact hebben op de entiteit of sector.

De resultaten die voortvloeien uit veranderingen in de reële waarde van derivaten zijn veelal ongerealiseerde resultaten. In zoverre ontstaan geen liquiditeitsproblemen. Echter, deze kunnen wel ontstaan door het bestaan van breakclausules (Aw, 2016a) en margin calls (Aw, 2016a; Böhmer, Hoogendoorn & Kruit, 2016). Breakclausules stellen de verstrekker van de derivaten in staat het contract vroegtijdig te beëindigen. De mogelijkheid het derivatencontract direct te beëindigen, kan bij een significant negatieve marktwaarde van het derivatencontract leiden tot liquiditeitsproblemen en zijn derhalve een aanzienlijk risico. Margin calls kunnen door een derivaatverstrekker geëist worden als deze zijn opgenomen in de voorwaarden van het contract.

2.3 Verslaggevingsstandaarden

De eerste deelvraag gaat in op de verschillen tussen de Nederlandse standaard Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving (RJ) en de International Financial Reporting Standards (IFRS). Woningcorporaties gebruiken de RJ als uitgangspunt, maar de verschillen met de RJ kunnen meer inzicht geven in de maatregelen die genomen kunnen worden om risico's in te perken. De wijze waarop derivaten worden verwerkt, gemeten, gepresenteerd en toegelicht, geschied volgens de standaard 'RJ 290 Financiële instrumenten'. Onder IFRS wordt de behandeling van derivaten onderverdeeld in drie standaarden:

- IAS 32 Financial Instruments: Presentation;

- IAS 39 (per 1 januari 2018: IFRS 9) Financial Instruments: Recognition and Measurement, en;
- IFRS 7 Financial Instruments: Disclosures.

IAS 32 wordt echter niet meegenomen in de analyse, omdat bij de invoering van IFRS 7 deze standaard zodanig is veranderd dat de relevantie ervan met betrekking tot de risico's van derivaten beperkt is.

2.4 Controlerende Instellingen

Onder controlerende instellingen wordt verstaan de Autoriteit Woningcorporaties (Aw) en de Koninklijke Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (NBA). De richtlijnen en controleprotocollen die zijn opgesteld door deze controlerende instellingen zijn het uitgangspunt voor de beantwoording van de onderzoeksvraag.

De Aw is een onafhankelijke toezichthouder op woningcorporaties. De Aw houdt toezicht over het functioneren van alle woningcorporaties met betrekking tot het uitvoeren van de hoofdtaak, financieel toezicht, governance toezicht en integriteitstoezicht. De Aw is betrokken bij uitgevoerde stresstesten in 2016 en het Besluit Toegelaten Instellingen Volkshuisvesting 2015 (BTIV).¹

De Koninklijke Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (NBA) is een publiek-rechtelijke organisatie die verantwoordelijk is voor een goede beroepsuitoefening van Registeraccountants (RA) en Accountant-Administratieconsulenten (AA). Daarnaast streeft ze naar verbetering van de kwaliteit van accountants en het opstellen van onder andere accountantsprotocol en het voorschrijven van standaarden voor de uitvoering van een goede controle. De controle van het jaarverslag wordt gedaan via ieder die staat ingeschreven in het register van de NBA (hierna: de accountant). Voor woningcorporaties is een specifiek accountantsprotocol uitgeschreven: Bijlage 4 van de Regeling Toegelaten Instellingen Volkshuisvesting 2016 (RTIV). Dit protocol is een uitvoeringsregeling van de controle van woningcorporaties door accountants.

¹ Art. 60 Wonw.

3. Verslaggevingsstandaarden

Door de veranderingen van de verslaggevingsstandaarden te bekijken wordt beoordeeld in hoeverre de maatregelen voldoende zijn om excessieve risico's die gepaard gaan met losstaande derivaten in te perken. Eerst worden de verschillen per 1 januari 2017 tussen IFRS 7 en de RJ 290 omtrent de verwerking, waardering en toelichting van derivaten vergeleken. Vervolgens wordt geconcludeerd welke verschillen meer inzicht geven in de risicopositie van de woningcorporatie. Daarna worden de veranderingen van de standaard RJ 290 betreffende losstaande en embedded derivaten geanalyseerd en geconcludeerd of deze maatregel voldoende effectief is in het inperken van risico's bij derivaten. Deze analyse is noodzakelijk, omdat voor woningcorporaties (en andere semipublieke instellingen) geldt dat RJ 290 als uitgangspunt dient. Tenslotte wordt een raamwerk gevormd waarin duidelijk wordt gemaakt welke verschillen tussen de RJ en IFRS meer inzicht geven in de risico's van derivaten en welke maatregelen de RJ heeft genomen om risico's van derivaten in te perken.

3.1 Verschillen tussen RJ 290 en IFRS 7

3.1.1 Verwerking en waardering van derivaten

IFRS 9 Financial Instruments heeft betrekking op de verwerking en waardering van financiële instrumenten. Echter, de veranderingen van de regelgeving betreffende losstaande en embedded derivaten blijft beperkt. Onder zowel IFRS 9 als IAS 39 blijft de waardering van derivaten tegen reële waarde met waardeveranderingen verwerkt in de winst- en verliesrekening. Dit geldt voor zowel losstaande derivaten als embedded derivaten. Als een embedded derivaat niet wordt afgescheiden, dan worden waardeveranderingen van het samengestelde instrument gelijktijdig in de winst- en verliesrekening verwerkt. Waardeveranderingen van het derivaat worden dus niet afzonderlijk verwerkt. Alleen wanneer cumulatief aan de voorwaarden, genoemd in paragraaf 2.1.2, wordt voldaan, dient afscheiding plaats te vinden. Het doel van het afscheiden van embedded derivaten is het beter tot uitdrukking brengen van de bijbehorende risico's (Deloitte, 2014a).

De wetgeving en de RJ sluiten aan op IFRS door de mogelijkheid derivaten te waarderen tegen reële waarde. Echter, onder bepaalde omstandigheden is het ook toegestaan derivaten te waarderen tegen kostprijs of lagere reële waarde met waardeveranderingen ten laste van het resultaat (RJ 290.541).² Dit is het geval op het moment dat het derivaat geen onderdeel is van de handelsportefeuille én de onderliggende waarde geen beursgenoteerd aandeel is. De kostprijs is vaak nagenoeg nihil, waardoor tegen kostprijs gewaardeerde derivaten niet op de balans worden verwerkt. Dit wordt veroorzaakt door de asymmetrische werking van de kostprijs: winsten die worden behaald worden niet verwerkt in het resultaat, terwijl verliezen door de verplichting tegen lagere reële waarde te waarderen wel worden verwerkt in het resultaat (RJ 290.541).

Het belangrijkste verschil tussen de RJ en IFRS is de mogelijkheid te waarderen tegen kostprijs (of lagere reële waarde). Gezien het doel van woningcorporaties te zorgen voor een sobere

² Art. 2:384 BW.

en doelmatige bedrijfsvoering,³ is het zaak transparant te zijn met activiteiten die (indirect) te maken hebben met de bedrijfsvoering. Zodoende kan afgevraagd worden in hoeverre het waarden tegen kostprijs wenselijk is.

Met het doel zo transparant mogelijk te zijn, geniet waarden tegen kostprijs vergeleken met waarden tegen reële waarde niet de voorkeur. Zo is eerder aangegeven dat derivaten tegen kostprijs veelal tegen nihil zijn gewaardeerd. Daarmee vormen dergelijke derivaten een off-balance positie in de jaarrekening. Bovendien is het bij wet verplicht voor ieder afgeleid financieel instrument de actuele waarde te bepalen.⁴ Zodoende is het hoe dan ook noodzakelijk de reële waarde te berekenen. Vanuit dit perspectief lijkt waarden tegen kostprijs louter een manier om de werkelijke waarde van het derivaat, en derhalve de transparantie, te doen vermindere. Bovendien is het opvallend dat de ineffectiviteit van kostprijs-hedge-accounting wordt bepaald aan de hand van de reële waarde van de afgedekte positie en het hedge-instrument. Dit betekent dat de reële waarde van zowel het afgedekte instrument als van het hedge-instrument bij kostprijs-hedge-accounting niet in de balans tot uitdrukking komt, maar wel aan de basis voor de verwerking en waardering ligt (Deloitte, 2014b).

Waarden tegen kostprijs heeft niet alleen nadelen. PWC (2009) suggereert dat het grote voordeel van waarden tegen kostprijs de aansluiting op voorgaande verslaggevingsvoorschriften is. Deze aansluiting voorkomt dat woningcorporaties significante stelselwijzigingen dienen door te voeren. Echter, om de risico's van derivatenportefeuilles in te perken, is transparantie te verkiezen boven stelselwijzigingen en eventueel de daarbij gepaarde verliezen. RJ-uiting 2013-4 geeft aan dat kostprijs-hedge-accounting geprefereerd wordt boven de reële waarde, omdat deze leidt tot minder fluctuaties in het eigen vermogen. In principe is het onwenselijk als het eigen vermogen sterk fluctueert. Echter, het gebruik van reële waarde hedge-accounting zal ertoe leiden dat de reële waarde van zowel het derivaat als de afgedekte positie in de balans worden opgenomen en dat sterke fluctuaties van het eigen vermogen buiten beschouwing blijven. Bovendien geeft de onwenselijkheid van sterke fluctuaties van het eigen vermogen een versterkende prikkel aan het risicomanagement van de onderneming fluctuaties te voorkomen en derhalve speculatie met derivaten te verminderen.

Geconcludeerd kan worden dat de keuze tussen reële waarde en kostprijs (of lagere reële waarde) sterk afhankelijk is van de doelstelling. Betreffende woningcorporaties en de versterkte vraag naar transparantie lijkt waarden tegen reële waarde meer inzicht te geven in de risicopositie van de woningcorporatie betreffende de derivatenportefeuille (Deloitte, 2014b).

3.1.2 Doel van toelichtingen op derivaten

Het doel van IFRS 7 en van RJ 290 is dat de entiteit de gebruiker van het jaarverslag voorziet in voldoende toelichting om de significantie van de financiële positie en prestaties van de entiteit weer te geven. In RJ 290 zijn betreffende de wettelijke toelichtingsvereisten nadere toelichtingsvereisten opgenomen. De standaarden schrijven in ieder geval zodanige regels voor dat de

³ Art. 55 Wonw.

⁴ Art. 2:381b BW.

doelstelling en het beleid van de financiële instrumenten inzake risicobeheer duidelijk wordt voor de gebruiker van de jaarrekening (IFRS 7.33, RJ 290.906(a)).⁵

3.1.3 Toelichting op derivaten

IFRS 7 hanteert een *management approach*. Dit betekent dat de gebruiker op kwalitatieve en kwantitatieve wijze voor elk type financieel instrument in staat stelt ‘door de ogen van het management’ te kijken. IFRS 7 geeft derhalve inzicht in waardeveranderingen veroorzaakt door relevante marktrisico’s (Barth en Landsman, 2010).

IFRS 7 vereist ten minste een kwalitatieve en kwantitatieve toelichting over, maar niet beperkt tot, de markt-, liquiditeits-, en kredietrisico’s en een toelichting waaruit de reële waarde vergelijkbaar wordt gemaakt met de boekwaarde en hoe de bepaling van de reële waarde tot stand wordt gebracht. Deze vier risico’s worden in het vervolg als uitgangspunt genomen bij de vergelijking tussen IFRS en RJ. De kwalitatieve toelichting heeft betrekking op een beschrijving in hoeverre de entiteit wordt blootgesteld aan risico’s, hoe deze risico’s ontstaan, beleidsimplicaties, doelen van het management en hoe deze beschrijvingen zich verhouden tot voorgaande periodes (IFRS 7.33). Op basis van de management approach vereist IFRS 7.34 een kwantitatieve samenvatting van de risico’s waaraan de entiteit is blootgesteld.

In tegenstelling tot IFRS, is de RJ minder specifiek in hetgeen toegelicht moet worden. Er moet “aandacht besteed wordt” aan de door te rechtspersoon te lopen risico’s.⁶ RJ 290.908 vult dit nader in door expliciet de volgende risico’s te benoemen: kredietrisico, liquiditeitsrisico, marktrisico, prijsrisico, renterisico of valutarisico. Dit suggereert dat de RJ voornamelijk duidt op een kwalitatieve benadering van de risico’s. De toelichting op het risico van derivaten is in 4 secties opgedeeld: kredietrisico, liquiditeitsrisico, marktrisico en de toelichting op de reële waarde.

3.1.3.1 Marktrisico

Marktrisico’s zijn alle risico’s op verliezen veroorzaakt door on- en off-balance sheet posities voortkomend uit fluctuaties in marktfactoren, zoals de LIBOR- of EURIBOR-rekenrente, wisselkoersveranderingen en prijsveranderingen. IFRS 7.39 geeft een kwantitatieve beschrijving van de marktrisico’s door het uitvoeren van een gevoeligheidsanalyse voor elke materiële marktfactor (Value-at-Risk, een stresstest of een andere methode). Ook dient beschreven te worden welke methodologie en aannames worden gebruikt bij het opstellen van de gevoeligheidsanalyse. Tenslotte dienen de veranderingen met vorige periodes aangegeven te worden en eventueel de bijbehorende redenen voor deze verandering (IFRS 7.40).

De toevoeging van een kwantitatieve toelichting wordt gezien als de meest significante toevoeging van De risico’s moeten worden toegelicht met een duidelijke koppeling tussen de kwalitatieve en kwantitatieve toelichtingen (IFRS 7.33). De balans tussen kwalitatieve en kwantitatieve toelichtingen zorgt dat de strategie van het management wordt getransformeerd

⁵ Art. 2:391 lid 3 BW.

⁶ Art. 2:391 lid 3 BW.

in een uitgedacht plan op de lange termijn met als doel de stakeholders vroegtijdig op de hoogte te brengen van potentiële risico's in de toekomst (EY, 2008). Alleen maar vertrouwen op kwantitatieve schattingen kunnen een verkeerd gevoel van statistische precisie geven.

Onder RJ 290 is het begrip marktrisico een verzameling van onderliggende risico's, zoals het renterisico, het kasstroomrisico en prijsrisico. RJ 290.919 vereist een bij voorkeur samenvattend overzicht, waaruit de renterisico's duidelijk worden. Betreffende derivaten wordt inzicht vereist in het prijsrisico en het kasstroomrisico als gevolg van veranderingen in de markttrente. RJ 290.927 is de enige richtlijn die specifiek een kwantitatieve toelichting voorstelt. Hierin *kan* de entiteit "in bepaalde omstandigheden" informatie verschaffen over de gevoeligheid voor veranderingen in de markttrente. Daarbij sluit de RJ bij IFRS aan door de mogelijkheid aan te reiken een gevoeligheidsanalyse uit te voeren. Deze gevoeligheidsanalyse is vergelijkbaar met de door de Aw uitgevoerde stresstest.

In lijn met RJ 290.904 dient de mate van detail van toelichting af te hangen van het relatieve belang van financiële instrumenten. De Vestia-affaire, het maatschappelijke belang van goed functionerende woningcorporaties, de complexiteit van de contracten en de substantiële impact van de markttrente op woningcorporaties geven voldoende aanleiding uitgebreide toelichtingen te verstrekken omtrent derivaten. Op basis van de richtlijnen kan verwacht worden dat, naast de verplichte onderdelen, voldoende grond is voor de noodzaak van onder andere een gevoeligheidsanalyse. Hierbij zal de jaarverslaggeving van woningcorporaties betreffende marktrisico's grotendeels aan moeten sluiten bij IFRS 7. Bovendien zal, in lijn met Barth en Landsman (2010), derivaten tot een beperkte mate geaggregeerd worden. Ook dient een sterke koppeling te bestaan tussen de kwalitatieve en kwantitatieve toelichting.

3.1.3.2 Kredietrisico

IFRS 13.42 en IAS 39.BC.89 staan toe de risicovrije markttrente aan te passen aan de Credit Valuation Adjustment (CVA) en Debit Valuation Adjustment (DVA). Hierbij wordt de reële waarde van het derivatencontract aangepast aan het kredietrisico van de contractgever (CVA) en het kredietrisico van de contractnemer (DVA). De Valuation Adjustments zijn afhankelijk van de mogelijkheid op faillissement, de potentiële toekomstige blootstelling van risico's en het potentiële verlies bij faillissement (Deloitte, 2013). Ook deze factoren bevatten onderliggende factoren die van invloed zijn op de waarde en uiteindelijk de reële waarde. Echter, deze verdieping reikt buiten het bereik van deze scriptie.⁷

Het kredietrisico is het potentieel dat een van de contractpartijen zijn verplichtingen niet kan voldoen volgens de contractvoorwaarden. Het kredietrisico wordt toegelicht aan de hand van de beste representatie van de blootstelling aan het kredietrisico en geeft een beschrijving van kredietversterkingen (of verzwakkingen), zoals garanties en gestorte onderpanden. Betreffende kredietrisico dient de entiteit ten minste op te nemen: de (maximale) omvang van het kredietri-

⁷ De onderliggende factoren zijn te vinden in het boek "Financial Risk and Financial Institutions" van John C. Hull.

sico, de grootte van de gestorte onderpanden en de kredietwaardigheid van de financiële instrumenten. Ook dient de entiteit elke actie die leidt tot een versterkte kredietwaardigheid te benoemen (IFRS 7.36). IFRS 7.10 bepaalt bovendien nadrukkelijk de mogelijkheid tot het opnemen van het kredietrisico in de reële waarde van de financiële instrumenten.

Ook RJ 290.928 vereist ten minste inzicht in het maximale kredietrisico op het moment dat de tegenpartij zijn verplichtingen niet nakomt en de vermelding welke verschillende kredietrisico's bestaan (de concentratie van het kredietrisico). RJ 290.932 licht het maximale kredietrisico nader toe. Betreffende tegen reële waarde afgeleide instrumenten is het aangeven van het maximale kredietrisico irrelevant, omdat de boekwaarde van het afgeleide instrument gelijk is aan het maximale kredietrisico.

De RJ is niet uitdrukkelijk uitgesproken over het meenemen van de CVA en DVA in de reële waarde van derivaten. Volgens Böhmer, Hoogendoorn en Kruit (2016) is het toegestaan consistent wel of geen rekening te houden met aanpassingen in de kredietwaardigheid. Bovendien is betreffende woningcorporaties kredietwaardigheid niet zeer substantieel. Zo is de kredietwaardigheid van de derivaatverstrekker bij wet minimaal een A-rating,⁸ waardoor de CVA waarschijnlijk verwaarloosbaar is. Daarnaast worden woningcorporaties ondersteund door het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW), waardoor de DVA verwaarloosbaar is. Het geheel van waarborgstelsels heeft een AAA-rating (WSW, 2013).

Geconcludeerd kan worden dat de kredietrisico's aanzienlijk zijn ingeperkt. Echter, de inperking van kredietrisico's vinden hun oorsprong niet in de regelgeving voor de jaarverslaggeving (RJ en IFRS), maar uit specifieke wet- en regelgeving: het BTIV. Desalniettemin worden de verslaggevingsregels opgenomen in het raamwerk om inzicht te krijgen in hoeverre deze regels de gebruiker van het jaarverslag inzicht geven in de risicopositie van de woningcorporatie.

3.1.3.3 Liquiditeitsrisico

Liquiditeitsrisico's zijn alle risico's dat een entiteit op enig moment niet in staat is de verwachte en onverwachte (toekomstige) kasstromen en te storten onderpanden te voldoen zonder dat dit ten koste gaat van de operationele activiteiten (Oliveira et al., 2011). De toelichtingseisen omtrent het liquiditeitsrisico dienen inzicht te geven in de mate waarin financiële instrumenten kunnen leiden tot feitelijke betalingen. Dit wordt inzichtelijk gemaakt door een *maturity analysis* (IFRS 7.39(a)), waarin de verplichtingen van de overgebleven contracten worden geanalyseerd voor de korte, middellange en lange termijn. Andere methodes die de kasuitstromen door financiële instrumenten weergeven, zijn ook toegestaan (IFRS 7.C39(d)). De afgeleide en niet-afgeleide instrumenten dienen apart weergegeven te worden (IFRS 7.B15). Ook hierbij volgt een kwalitatieve beschrijving welke aanpak het management volgt om dit risico in te perken. Oliveira et al. (2011) stellen dat de aanpak van het management het beste kan worden aangegeven met een *gap analysis*, waarin de verschillen tussen de werkelijke situatie en de gewenste situatie worden aangestipt.

⁸ Art. 13 lid 1 sub a BTIV.

RJ 290.913e geeft niet nadrukkelijk aan dat een bepaalde vorm van analyse moet worden gemaakt. Wel dient er ten minste een kwalitatieve toelichting te worden gegeven over de aard, omvang, omstandigheden en het moment dat de kasstromen zich daadwerkelijk gaan voordoen op het moment dat er significante liquiditeitsrisico's ontstaan. In ieder geval dient inzicht te worden verkregen in de data van uitoefening of bij beëindiging, eventuele opties tot vervroegde afwikkeling en verkregen zekerheden (RJ 290.908). Bovendien sluit RJ 290.926 aan bij het opstellen van een tabelvorm die grotendeels vergelijkbaar is met een maturity analysis. Wel wordt expliciet benoemd dat het opstellen van een dergelijke tabel louter plaatsvindt op het moment dat de aard van de bedrijfsactiviteiten van de entiteit daarom vragen en de entiteit een significante hoeveelheid financiële instrumenten heeft die onderhevig zijn aan liquiditeitsrisico's. Zelfs op dat moment blijft het toepassen van een vergelijkbare maturity analysis facultatief.

3.1.3.4 Reële waarde

IFRS 7.9(c) en 7.10(a) bepalen dat een toelichting moet bestaan over de verandering van de reële waarde van zowel 'on-balance' als 'off-balance' balansposten, voor zover deze niet veroorzaakt door marktrisico's, maar door kredietrisico's. Hierbij dient de reële waarde toegelicht te worden naar aard en omvang van het financiële instrument. IFRS 7.25 stelt dat een entiteit in ieder geval de reële waarde vergelijkbaar met de boekwaarde moet maken. Daarnaast wordt toegelicht: de methodologie, aannames, waarderingstechnieken en het level van de reële waarde (marktprijzen, afgeleide marktprijzen en waarderingsmodellen). Toelichting is niet nodig op het moment dat de reële waarde nagenoeg gelijk is aan de boekwaarde of de reële waarde niet betrouwbaar kan worden bepaald (IFRS 7.29).

De bepalingen van de RJ en de wetgeving vragen identieke toelichtingen betreffende de reële waarde als IFRS. RJ 290.918 beveelt nadrukkelijk aan in ieder geval een toelichting inclusief en exclusief hedge instrumenten te verstrekken. De reële waarde en de aard van afgeleide instrument die niet tegen reële waarde zijn gewaardeerd moeten worden vermeld.⁹ Als het afgeleide instrument wel tegen reële waarde wordt gewaardeerd gelden dezelfde vereisten als onder IFRS.¹⁰

3.2 Aanpassingen van de RJ 290 Financiële instrumenten

Sinds 1 januari 2014 zijn wijzigingen doorgevoerd in de standaard RJ 290 Financiële Instrumenten. Deze wijzigingen kunnen van significante invloed zijn ter voorkoming van een soortgelijk schandaal als bij Vestia. Deze paragraaf besteedt aandacht aan de beantwoording van de volgende deelvraag:

Wat zijn de aanpassingen van de RJ 290 Financiële instrumenten per 1 januari 2014?

⁹ Art. 2:381b BW.

¹⁰ Art. 2:381a BW.

In 2013 is de RJ 290 aangepast aan de hand van drie uitingen: RJ-Uiting 2013-4, RJ Uiting 2013-12 en RJ Uiting 2013-15. De uitingen staan niet los van elkaar, maar zijn aanvullingen van commentaar gegeven op de uiting. RJ Uiting 2013-15 is de definitieve wijziging van de standaard RJ 290. Concreet is de standaard gewijzigd op vier hoofdpunten:

- De regels voor het afscheiden van embedded derivaten.
- De ineffectiviteitstoets bij kostprijshedge-accounting.
- De toelichting van liquiditeitsrisico's rondom hedge accounting, en;
- De mogelijkheid is ontstaan per subcategorie (rentederivaat of valutaderivaat) verschillende hedge accountingmethodes gebruikt kunnen worden.

Doordat het bereik van deze scriptie louter strekt tot de maatregelen betreffende losstaande derivaten, is de relevantie van de laatste drie wijzigingen beperkt en zijn deze maatregelen derhalve louter ter volledigheid vermeld.

Vóór de uitingen van de RJ werden embedded derivaten gescheiden van het basiscontract op het moment dat de (sub)categorie derivaten werden gewaardeerd tegen reële waarde. In het geval dat een (sub)categorie derivaten werden gewaardeerd tegen kostprijs of lagere reële waarde, werd derhalve afsplitsing niet vereist. Bovendien was het voor kleine en middelgrote ondernemingen toegestaan het samengestelde instrument volgens de regels voor verwerking van het basiscontract te verwerken.

De uiting van de RJ heeft ertoe geleid dat meer consensus is ontstaan met de standaarden van IFRS. Zo zijn regels vervallen en wordt louter het derivaat van het basiscontract afgesplitst overeenkomstig de voorwaarden van IAS 39.11 (zie paragraaf 2.1.2). Op het moment van afsplitsing wordt het derivaat gewaardeerd overeenkomstig een losstaand derivaat tegen reële waarde of kostprijs. Deze zijn tot uitdrukking gekomen in RJ 290.827. Daarnaast is de vrijstelling van kleine en middelgrote ondernemingen voor het scheiden van embedded derivaten vervallen.

Uit deze regelwijziging kan geconcludeerd worden dat de waardering van embedded derivaten voor de gebruiker van de jaarrekening transparanter is geworden. Ook is het afsplitsen van embedded derivaten een beweging richting het steeds meer waarderen tegen reële waarde. Het afsplitsen van embedded derivaten leidt door de wijziging per saldo tot een hoger aantal embedded derivaten die tegen reële waarde gewaardeerd zijn. Wanneer betrouwbaar de reële waarde geschat kan worden, leidt dit bij derivaten tot een hogere waarderelevantie dan waarderen tegen kostprijs. Immers, veelal worden derivaten tegen nihil gewaardeerd op het moment dat deze tegen kostprijs worden gewaardeerd en derhalve geen informatie verschaft aan de gebruiker van de jaarrekening.

Het transparanter worden van embedded derivaten heeft tot gevolg dat ofwel de risico's sneller worden geïdentificeerd, ofwel het management minder prikkelend heeft risico's met derivaten te nemen. Snellere afsplitsing van embedded derivaten wordt derhalve als wenselijk gezien: ondanks de hogere kosten die gepaard gaan met het controleren van contracten op embedded derivaten, ontstaat een transparantere jaarrekening met betrekking tot derivaten (PWC, 2014). Door de regelwijziging blijven derivaten niet 'verstopt' in een samengesteld contract op het moment dat de derivaten zijn gewaardeerd tegen kostprijs of lagere reële waarde.

Ook is het verdwijnen van vrijstellingen een goede zaak, gezien het potentiële risico dat derivaten met zich meedragen.

3.3 Conclusie

IFRS en RJ zijn betreffende de verwerking, waardering en toelichting van derivaten grotendeels gelijk aan elkaar. In het algemeen kan geconcludeerd worden dat IFRS dwingender wordt geformuleerd. IFRS geeft meer concrete uitleg over de interpretatie van de standaarden. Dit veroorzaakt enkele fundamentele verschillen tussen de standaarden. IFRS denkt voornamelijk vanuit de *management approach*; de toelichting op risico's van derivaten dienen op zodanige manier te zijn opgesteld dat de gebruiker van de jaarrekening evenveel inzicht in de risico's heeft als het management. Een dergelijke aanpak kan ook een zelfcorrigerend effect hebben op het management. Technisch gezien bestaan twee grote verschillen tussen IFRS en de RJ: de mogelijke waarderingsgrondslagen en de dwingendere eisen van IFRS omtrent kwantitatieve toelichtingen.

Onder RJ 290 is het mogelijk tegen reële waarde en kostprijs te waarderen. IFRS kent alleen waardering tegen reële waarde. Gezien het doel van woningcorporaties een sobere en doelmatige bedrijfsvoering uit te oefenen, wordt geconcludeerd dat waarderen tegen reële waarde verkozen moet worden boven waarderen tegen kostprijs. De reële waarde geeft meer inzicht in de risicopositie dan de kostprijs, omdat deze door de mogelijkheid van kostprijshedge-accounting 'off-balance' kan worden gehouden. Bovendien zal de reële waarde in bepaalde omstandigheden het management kunnen prikkelen derivaten speculatief aan te houden.

Naast de verschillende waarderingsgrondslag is de sterke koppeling tussen kwalitatieve en kwantitatieve toelichtingen betreffende krediet-, liquiditeits-, en marktrisico's een groot verschil met de RJ 290. IFRS vereist het gebruik van een aanpak om kredietrisico's (IFRS 7.B4), maturity analysis, gap analysis en gevoeligheidsanalyse te bepalen. RJ 290 lijkt voornamelijk te duiden op een kwalitatieve benadering van de risico's in de toelichtingen.

De 'best practices' van de verschillen tussen deze standaarden worden weergegeven in tabel 9.1. Deze best practices zijn het uitgangspunt van het toetsingskader om te onderzoeken of een soortgelijke situatie als de Vestia-affaire met de huidige verslaggevingsstandaarden zou worden voorkomen.

Betreffende de centrale vraagstelling welke maatregelen zijn genomen om risico's in te perken, kan geconcludeerd worden dat de toelichting op en waarderingsgrondslagen van losstaande derivaten in de RJ 290 nauwelijks gewijzigd zijn. Daarentegen zijn de richtlijnen omtrent het afscheiden van embedded derivaten verbeterd, waardoor de bijbehorende risico's beter tot uitdrukking komen in de jaarrekening. De waardering van embedded derivaten is transparanter geworden voor de gebruiker, en daardoor meer waarderelevant. Derivaten blijven niet langer kunstmatig 'verstopt' in een samengesteld instrument door bepaalde vrijstellingen of het waarderen van derivaten tegen kostprijs.

4. Controlerende Instellingen

Sinds de Vestia-affaire zijn verschillende maatregelen genomen omtrent de controle op woningcorporaties. De herziening van de Woningwet in 2015 heeft als doel preventiever financieel toezicht te kunnen houden op woningcorporaties. Dit doel heeft enkele wijzigingen in de specifieke wet- en regelgeving betreffende woningcorporaties teweeggebracht. Daarnaast heeft de NBA met het accountantsprotocol (bijlage 4 RTIV) inzake het assurance-rapport en de jaarrekeningcontrole van woningcorporaties en de introductie van Standaard 720 in 2016 inzake de verenigbaarheid van het bestuursverslag en de jaarrekening. Tenslotte wordt het accountantsverslag behandeld en het interne toezicht.

4.1 Achtergrond

Het uitgangspunt van de controlerende instellingen is de Woningwet 2015 (hierna: Wonw). Gezien de publieke functie en het daarbij gemoeide maatschappelijk gebonden vermogen is in de Woningwet expliciet opgenomen dat het doel van woningcorporaties is zorg te dragen voor een sobere en doelmatige bedrijfsvoering.¹¹ Een woningcorporatie voert een zodanig financieel beleid en beheer, zodat de continuïteit van de onderneming niet in gevaar komt.¹² Dit betekent dat eventuele (financiële) risico's zoveel mogelijk moeten worden gemitigeerd. Bij wet wordt het speculeren met derivaten in zijn geheel uitgesloten.¹³ Echter, er zijn voldoende maatregelen noodzakelijk om deze risico's te herkennen en te voorkomen (Oliveira et al., 2011). Tenslotte worden alle met de woningcorporatie verbonden ondernemingen meegenomen in het toezicht op het financieel beleid en beheer.

Uit de Woningwet komen enkele rapporteringsverplichtingen naar voren die inzicht geven in de financiële risicopositie van de woningcorporatie en voorzien in de handhaving van de Woningwet. Zo dient het bestuur de raad van toezicht jaarlijks schriftelijk op de hoogte te stellen van onder andere de financiële risico's.¹⁴ Bovendien dient door het bestuur aan de Aw en het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) het jaarverslag op te maken, bestaande uit de jaarrekening, het volkshuisvestingsverslag¹⁵ en het bestuursverslag.¹⁶ De woningcorporatie dient in het volkshuisvestingsverslag per 1 januari 2017 een reglement inzake het financieel beleid en beheer (hierna: reglement) op te stellen, waarin wordt aangegeven binnen welke grenzen financiële risico's aanvaardbaar zijn. In het reglement wordt vervolgens ook opgenomen welk beleid gevolgd zal worden op het moment dat de continuïteit van de onderneming in gevaar komt.¹⁷ Tenslotte dient het bestuur de verantwoordingsinformatie (dVi) aan de Aw aan te leveren.

¹¹ Art. 55 lid 1 Wonw.

¹² Art. 55a lid 2 Wonw.

¹³ Art. 106 lid 1 sub b BTIV.

¹⁴ Art. 32, tweede lid Wonw.

¹⁵ Art. 36a Wonw.

¹⁶ Art. 36 Wonw.

¹⁷ Art. 55a lid 2 Wonw en art. 32 lid 1 sub g BTIV.

4.2 Autoriteit Woningcorporaties

De Autoriteit Woningcorporaties vindt zijn oorsprong in de Woningwet.¹⁸ De Aw verzorgt, naast de controlerende accountant, het financieel toezicht op woningcorporaties. De Aw heeft het financieel toezicht op woningcorporaties gemandateerd gekregen van de minister en is bevoegd te interveniëren, indien noodzakelijk.¹⁹ De Aw heeft bevoegdheden verkregen maatregelen te kunnen treffen om de regelgeving in het BTIV en de RTIV te kunnen handhaven.²⁰ Concreet heeft de Aw als taak het risicogericht beoordelen van het beleid en beheer van de woningcorporatie. De Aw controleert de dVi en het reglement op basis van een toetsingskader. Er wordt nader ingegaan op dit reglement, de dVi en de beoordelingsgronden. Daarnaast wordt de rol van het interne toezicht van een woningcorporatie bekeken. Tenslotte wordt de uitvoering van de stresstest derivaten door de Aw besproken.

4.2.1 Reglement inzake het financieel beleid en beheer

Het reglement inzake het financieel beleid en beheer²¹ wordt uiteengezet in het volkshuisvestingsverslag.²² Per 1 januari 2017 dienen woningcorporaties over een goedgekeurd reglement beschikken. Na goedkeuring van het reglement door de raad van toezicht en de Aw worden de *Beleidsregels gebruik financiële derivaten door toegelaten instellingen volkshuisvesting* (hierna: Beleidsregels derivaten) ingetrokken.²³ De Beleidsregels derivaten zijn opgesteld als gevolg van de Vestia-affaire. Alle wijzigingen in de wet- en regelgeving na de publicatie van de Beleidsregels derivaten op 10 september 2012 worden verondersteld als maatregelen die genomen zijn om de risico's van losstaande derivaten in te perken. Tabel 9.2 geeft de acht verschillende maatregelen die voortkomen uit de specifieke wet- en regelgeving.

De doelstelling van het reglement is een controle te vormen op het financieel beleid en beheer van de woningcorporatie. Uiteindelijk dient het reglement ervoor te zorgen dat derivaten louter worden aangehouden om renterisico's te mitigeren. Beoordeeld wordt de samenhang tussen de doelstelling in het reglement en de volkshuisvestelijke doelstellingen en de financiële continuïteit. De Aw voert geen inhoudelijke toets uit omtrent de doelstellingen van een woningcorporatie (zie tabel 9.2, maatregel A), maar dit wordt gedaan tijdens het reguliere toezicht van de Aw. Ook mag geen rentevisie worden gehanteerd, hetgeen betekent dat de huidige rentestand geen rol mag spelen in het besluit een derivatencontract aan te gaan. In principe is het ontbreken van een inhoudelijke toets een mogelijkheid voor *incompliance* (niet-naleving). Er kunnen immers door de woningcorporatie gewenste antwoorden gegeven worden. Echter, naast de beoordeling van de doelstelling zijn maatregelen getroffen die wel een inhoudelijke toetsing betreffen.

¹⁸ Art. 60 lid 1 Wonw.

¹⁹ Art. 123 BTIV.

²⁰ Art. 60 Wonw.

²¹ Art. 55a lid 2 Wonw.

²² Art. 32 lid 1 sub g BTIV.

²³ Art. 45 lid 3 RTIV en art. 103 BTIV.

Zo is het aantrekken van nieuwe derivatencontracten sterk gereguleerd (zie tabel 9.2, maatregel D).²⁴ Zo mogen louter payer swaps en rentecaps aangetrokken worden, dient het contract in euro's te worden afgehandeld en dient het contract te worden opgesteld volgens de raamovereenkomst Interest Rate Swaps of de richtlijnen van de International Swaps and Derivatives Association. Daarnaast wordt de woningcorporatie aangemerkt als een niet-professionele belegger. Dit maakt het aangaan van derivatencontracten moeilijker, omdat verplicht is onafhankelijk, professioneel beleggingsadvies in te winnen, alvorens het derivatencontract aan te kunnen gaan. Ook dient dit beleggingsadvies aan de Raad van Toezicht voorgelegd te worden. Door de classificatie als niet-professionele belegger wordt de woningcorporatie tevens juist en volledig ingelicht over de risico's van de financiële instrumenten door de verstrekker van de derivaten.²⁵

Naast de regulering van nieuwe derivatencontracten dient de woningcorporatie een liquiditeitsbuffer aan te houden ter grootte van de liquiditeitsverplichting voortkomend uit de derivatencontracten wanneer de vaste rente daalt met 2%-punt (zie tabel 9.2, F).²⁶ De liquiditeitsbuffer dient niet te worden opgebouwd wanneer er geen sprake is van 'uit de derivatenportefeuille voortvloeiende liquiditeitsproblemen'. Een woningcorporatie zonder toezichtbelemmerende bepalingen is derhalve niet verplicht een liquiditeitsbuffer op te bouwen.

Vervolgens dient de Aw ingelicht te worden en een plan van aanpak te worden opgesteld op het moment dat de buffer kleiner is dan de verplichte 2%-liquiditeitsbuffer. Dit plan van aanpak omvat alle maatregelen die genomen gaan worden om te voldoen aan de 2%-liquiditeitsbuffer. Bovendien is het niet toegestaan nieuwe derivatencontracten af te sluiten, indien de liquiditeitsbuffer geringer is dan 1%-punt.

Tenslotte moeten bestaande derivatencontracten met toezichtbelemmerende bepalingen in een aanvaardbare tijd met een plan van aanpak geëlimineerd worden (zie tabel 9.2, D en G). Aw (2016a) stelt dat toezichtbelemmerende bepalingen zijn, maar niet beperkt tot, margin calls en breakclausules. In nieuwe derivatencontracten is het niet toegestaan toezichtbelemmerende bepalingen op te nemen.

4.2.2 Verantwoordingsinformatie

De verantwoordingsinformatie (dVi) is een Excel-bestand dat door de woningcorporatie moet worden aangeleverd bij de Aw. De dVi is een kwantitatieve manier van het beoordelen van het jaarverslag op basis van de "Normen en bronnen in de beoordelingsmethodiek 2015". De dVi fungeert als een risicodetectiesysteem en is bedoeld om efficiënt toezicht te houden op ontwikkelingen in het jaarverslag. Het risicodetectiesysteem bevat signaalpunten op het moment dat een woningcorporatie een of meerdere ongewenste gegevens heeft doorgegeven. De signaleringspunten betreffende de dVi (Aw, 2016b) zijn weergegeven in tabel 9.2.

²⁴ Art. 107 BTIV

²⁵ Art. 4:20 lid 1 Wft.

²⁶ Art. 108 BTIV

In de dVi is expliciet een bepaling opgenomen voor de afsplitsing van extendible leningen. In ruil voor een lager rentepercentage wordt aan de bank door de woningcorporatie een ‘swaption’ verkocht. De bank krijgt met een swaption de optie de lening te verlengen met een vooraf vastgestelde rente. Het embedded derivaat moet worden afgescheiden, omdat er geen nauw verband bestaat tussen de risico’s van de lening en de swaption. De dVi stelt derhalve mede in staat toe te zien op embedded derivaten, hetgeen in het reglement benadrukt wordt.

4.2.3 Stresstest derivaten

Naast de dVi ontwikkelt de Aw een derivaten-databank. Aan deze databank wordt periodiek gegevens betreffende derivaten toegevoegd voor de uitvoering van de stresstest derivaten. De signaleringspunten van de stresstest derivaten (Aw, 2016a) zijn weergegeven in tabel 9.2.

De stresstest derivaten geeft kwantitatief inzicht in de risico’s betreffende derivaten. Uit ‘Hoofdstuk 3: Verslaggevingsstandaarden’ bleek dat de kwantitatieve toelichting bij toepassing van RJ 290 minder dwingend is dan onder IFRS. Door het bestaan van de Aw wordt eventueel het gebrek aan kwantitatief inzicht in de jaarrekening opgevuld. Ondanks dat geaggregeerde resultaten worden gebruikt voor de conclusie van de bevindingen, zijn de risico’s inzake derivatenposities per woningcorporatie getoetst door de Aw. Echter, voor de gebruiker van de conclusies van de stresstest is geen inzicht te verkrijgen in de risicopositie omtrent de derivatenposities van individuele woningcorporaties.

Uit Aw (2016a) blijkt dat alle woningcorporaties de risicobeheersing goed op orde hebben. Dit is een goed teken vergeleken met eerdere uitgevoerde stresstesten en verslagen omtrent het financieel toezicht uitgevoerd door de voorganger van de Aw, het Centraal Fonds voor de Volkshuisvesting (CFV). Bij deze stresstesten scoorden altijd een of meer woningcorporaties onvoldoende (CFV, 2007; CFV, 2013; CFV, 2014). Een verklaring hiervoor is niet in de laatste plaats de strengere Beleidsregels derivaten, het interne toezicht en de controle van de Aw en de controlerende accountants. Paragraaf 5.1 geeft een verdieping van de resultaten van de stresstest 2016 ten opzichte van de resultaten in 2013.

4.3 Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants

Deze paragraaf heeft betrekking op ieder die ingeschreven staat in de registers van het NBA (hierna: de accountant). Het bestuur dient door de accountant opgemaakte documenten aan de Aw aan te leveren:

- Een assurance-rapport inzake het volkshuisvestingsverslag en de verantwoordingsinformatie;²⁷
- Eventueel een accountantsverslag,²⁸ en;

²⁷ Art. 37 lid 3 sub b Wonw.

²⁸ Art. 37 lid 3 sub c Wonw.

- Een controleverklaring omtrent de getrouwheid van de jaarrekening en het bestuursverslag.²⁹

De richtlijnen voor de controle van deze verslagen en rapporten zijn gegeven in het accountantsprotocol van de NBA (bijlage 4 RTIV). De verklaring omtrent de getrouwheid van de jaarrekening wordt gegeven wanneer de jaarrekening moet voldoen aan de eisen van de verslaggevingsstandaarden en de specifieke wet- en regelgeving en geeft bovendien een oordeel over de verenigbaarheid van de jaarrekening en het jaarverslag. Deze zijn reeds besproken in hoofdstuk 3. Derhalve wordt gefocust op het assurance-rapport, het accountantsverslag en het bestuursverslag.

4.3.1 Assurance-rapport

Het assurance-rapport over het verslagjaar is op te delen in twee onderdelen: de naleving van specifieke wet- en regelgeving (21 onderdelen) en de cijfermatige verantwoording (22 onderdelen). Het assurance-rapport geeft een redelijke mate van zekerheid omtrent de volledigheid en juistheid van de dVi en verschaft daarmee zekerheid over de kwaliteit van de aangeleverde gegevens aan de Aw. In het assurance-rapport wordt een oordeel afgegeven over een juiste en volledige weergave van de aspecten van materieel. Echter, de materialiteitstoets is dermate streng dat alle onvolkomenheden moeten worden aangegeven onder ‘Overige aangelegenheden’. Hieronder vallen ook immateriële belangen. In tabel 9.3 zijn de concrete aanwijzingen van het protocol weergegeven. De aanwijzingen bestaan voornamelijk uit het controleren van de taak van het bestuur van de woningcorporatie de dVi op te stellen.

4.3.2 Accountantsverslag

Het accountantsverslag wordt opgesteld door de accountant en gepresenteerd aan de Raad van Toezicht en het bestuur van de woningcorporatie. Het betreft een facultatief verslag, dus de accountant is niet verplicht dit op te stellen. Hierin wordt melding gedaan inzake de betrouwbaarheid en continuïteit van de geautomatiseerde gegevensverwerking.³⁰ In het verslag worden bevindingen en aanbevelingen gedaan specifiek voor de woningcorporatie. Ook de Aw is gerechtigd inzicht te krijgen in dit verslag.³¹

Betreffende derivaten bevat het accountantsverslag geen concrete maatregelen om de risico's van derivaten in te perken. Echter, in tegenstelling tot het assurance-rapport, legt het accountantsverslag aan de interne organisatie zijn bevindingen en aanbevelingen voor. Het accountantsverslag versterkt op deze manier de interne controle van de woningcorporatie.

²⁹ Art. 37 lid 3 sub a Wonw.

³⁰ Art. 2:393 lid 4 BW.

³¹ Art. 37 lid 3 sub c Wonw.

4.3.3 Controleverklaring omtrent bestuursverslag

De accountant geeft, naast de jaarrekening, ook een controle af over het bestuursverslag. Het doel van het bestuursverslag is ‘het verhaal vertellen’ achter de cijfers. Het dient de gebruikers van de jaarrekening te voorzien van een kwalitatieve toelichting op de jaarrekening. Het bestuursverslag dient geen reproductie van de jaarrekening te zijn, maar toegevoegde waarde te hebben. Omtrent het gebruik van financiële instrumenten door de rechtspersoon en voor zover dit van betekenis is voor de beoordeling van de financiële toestand, worden de doelstellingen en het beleid van de rechtspersoon inzake risicobeheer vermeld. Daarbij wordt aandacht besteed aan het beleid inzake de afdekking van risico's, zoals prijs-, krediet-, liquiditeits- en kasstroomrisico's.³² Accountants kijken naar de verenigbaarheid van de jaarrekening en het bestuursverslag en controleren de vereisten.³³ In de verenigbaarheid dient ook gebruik te worden gemaakt van kennis die de accountant op een andere manier dan het controleren van de jaarrekening heeft verkregen (Standaard 720.A38).

Bovendien heeft de accountant per verslagjaar 2017 de aanvullende taak gekregen het bestuursverslag te controleren op materiële onjuistheden.³⁴ De controle op materiële onjuistheden betekent ook dat een inadequaat bestuursverslag kan leiden tot het onthouden van een oordeel op de controleverklaring. Controleren of alle onderdelen zijn in het bestuursverslag zijn opgenomen is daarmee onvoldoende (Dieleman, 2017). Door de taak heeft de controle van het bestuursverslag meer inhoud gekregen en maakt het bestuursverslag derhalve relevanter voor de gebruikers. Ondanks dat de gewijzigde verplichtingen voor accountants niet direct een concrete maatregel is voor de inperking van de risico's betreffende derivaten, heeft de aanvullende taak van de accountant wel tot gevolg dat de gebruikers meer inzicht krijgen in de risicopositie van de woningcorporatie.

4.4 Interne toezicht

Naast het toezicht van de Aw en de controlerend accountant is bepaald dat in het reglement eisen worden gesteld aan de interne organisatie van de woningcorporatie.³⁵ Deze eisen zijn opgenomen in tabel 9.2. De interne organisatie bestaat uit het bestuur, de raad van toezicht (RvT) en een controlfunctie (vaak de eindverantwoordelijke). Deze controlfunctie dient in een afzonderlijke organisatie-eenheid te worden ondergebracht (naast het bestuur en de RvT) op het moment dat de woningcorporatie meer dan 2500 woonegelegenheden bezit. Daarnaast is het verplicht een auditcommissie op te richten wanneer de woningcorporatie meer dan 10.000 woonegelegenheden bezit.

Geconcludeerd kan worden dat het bestuur relatief vaak verantwoording dient af te leggen aan de (interne) toezichthouders. Naast de externe verantwoording in het jaarverslag en de dVi, dient het bestuur zich ook intern te verantwoorden door middel van een financieel jaarplan,

³² Art. 2:391 lid 3 BW.

³³ Art. 2:392 BW.

³⁴ Deze taak komt voort uit de Standaard 720, een standaard van de NBA. Zie voor meer informatie: https://www.nba.nl/contentassets/standaard_720_vertaling_na_consultatie.pdf

³⁵ Art. 105 BTIV.

twee rapportages aan de RvT over de financiële gang van zaken en een beschrijving van de proces- en functiebeschrijvingen in het reglement. Ondanks de sterke regulering van derivaten, blijven derivaten complex en dient het interne toezicht over voldoende kennis te beschikken teneinde de situatie te begrijpen en in te grijpen indien dit noodzakelijk wordt geacht. Wetenschappelijk onderzoek toont aan dat er een positieve relatie tussen de mate van interne toezicht en het gebruik van hedging (Lel, 2012). Het interne toezicht is dus in overeenstemming met de volkshuisvestelijke doelstellingen een sobere en doelmatige bedrijfsvoering uit te oefenen. Dewally & Shao (2013) verklaren dit verschijnsel doordat sterk, intern toezicht leidt tot minder prikkels van het management speculatieve derivaten aan te trekken.

4.5 Conclusie

Sinds de Vestia-affaire is het financieel toezicht zeer versterkt. Naast de veranderingen in de verslaggevingsstandaarden, zijn specifieke wet- en regelgeving opgesteld om de risico's betreffende derivaten in te perken. De belangrijkste maatregelen zijn de publicatie van de Beleidsregels gebruik financiële derivaten door toegelaten instellingen volkshuisvesting, de oprichting van de Autoriteit Woningcorporaties (Aw), de versterkte rol van de interne organisatie en de (externe) controlefunctie van de accountant. Er kan zodoende een antwoord worden geformuleerd op de volgende onderzoeksvraag: Wat is de rol van de controlerende instellingen om de risico's van losstaande derivaten in te perken?

Door nauw toezicht te houden op de specifieke wet- en regelgeving, door geregeld stresstesten uit te voeren en door de sterke focus op financiële risico's, kan geconcludeerd worden dat de Aw een aanzienlijke rol speelt bij het inperken van de risico's van losstaande derivaten. De Aw trekt zijn conclusies op basis van enkele geschriften: het jaarverslag, de verantwoordingsinformatie (dVi), het assurance-rapport inzake de specifieke wet- en regelgeving en de cijfermatige verantwoording en eventueel het accountantsverslag.

De Aw is niet de enige externe partij die controle op de woningcorporatie uitvoert. De controlerend accountant heeft ook een grote rol in de risicobeperking van losstaande derivaten. Zo controleert de accountant de jaarrekening, het bestuursverslag en de dVi. Daarbij schrijft de accountant een controleverklaring uit (voor de jaarrekening en bestuursverslag), geeft het in het assurance-rapport een oordeel over de dVi, ligt het eventueel de RvT en de Aw in door middel van een accountantsverslag en heeft het een belangrijkere rol gekregen in de beoordeling van het bestuursverslag. Het bestuursverslag dient immers niet louter te worden beoordeeld op volledigheid, maar ook op materiële onjuistheid. Tenslotte bestaat er inzake de rapportering betreffende de verslagen een 0% materialiteit, hetgeen betekent dat alle afwijkingen (ook immateriële afwijkingen) worden toegelicht in het desbetreffende verslag.

Tenslotte strekt het toezicht op de woningcorporaties niet louter tot externe partijen, zoals de Aw en de accountant. Het bestuur heeft relatief veel verantwoording af te leggen aan de RvT. De RvT kan door zijn nauwe betrokkenheid bij de woningcorporatie ook sterk toezicht houden op de activiteiten van het bestuur en wordt door de accountant door middel van een accountantsverslag op de hoogte gesteld van eventuele bevindingen en aanbevelingen. De functie van de RvT kan zelfs worden uitgebreid naar een onafhankelijke eindverantwoordelijke of een auditcommissie op het moment dat de woningcorporatie een bepaalde grootte bereikt.

5. Case study

In deze case study worden jaarverslagen bekeken van de woningcorporaties (zie tabel 5.1). Alle onderzochte woningcorporaties maken gebruik van losstaande derivaten en/of embedded derivaten. Hierin wordt de notionele waarde van de derivatenpositie uitgedrukt in procenten van de totale nominale waarde van de variabelrentende ‘roll-over’ leningen, omdat louter deze leningen renterisico’s lopen. De stichtingen en woningcorporaties (hierna: woningcorporaties) hebben afzonderlijk hun eigen opvatting over het beleid betreffende derivaten. Gekozen is voor Ymere (de grootste woningcorporatie van het land), SOR (staat onder verscherpt toezicht van de Aw), Stadgenoot (ook een publicatie van het volkshuisvestingsverslag en bestuursverslag) en SWZ (een relatief kleine woningstichting).

Gebaseerd op een toetsingskader (zie tabel 5.2) wordt onderzocht in hoeverre de jaarverslagen inzicht geven in de risico’s van derivaten. Het kader toetst op de gewenste maatregelen in tabellen 9.1 tot en met 9.3. Gezien de omvang van de genomen maatregelen, worden maatregelen geaggregeerd tot één alomvattende maatregel. Tenslotte zijn de dVi, het accountantsverslag en het reglement inzake het financieel beleid en beheer niet meegenomen in het toetsingskader, omdat hierover in de jaarverslagen geen informatie verstrekt wordt. Op basis van de jaarrekeningen wordt een ‘1’ gegeven als een jaarverslag voldoet aan de gewenste maatregel en een ‘0’ in het geval dat niet zo is. Als een half (0,5) punt wordt gegeven, dan wordt in de bijbehorende sectie uitgelegd waarom hiervoor is gekozen.

De case study besteedt aandacht aan de algemene tendensen bij woningcorporaties, omdat de gevonden tendensen ook terug te vinden zijn bij de onderzochte woningcorporaties. Daarna worden de bijzonderheden per onderzochte woningcorporatie geanalyseerd. Vervolgens wordt het jaarverslag 2016 met het jaarverslag 2011 vergeleken, omdat deze vergelijking verduidelijkt of gebruikers daadwerkelijk meer inzicht zijn gaan krijgen in de risico’s van de derivatenportefeuille door woningcorporaties. Voor het jaarverslag 2011 is gekozen, omdat dit het laatste jaarverslag was waarbij de maatregelen nog niet van toepassing zijn op de derivatenpositie. Omdat SOR voornamelijk te maken heeft met de aanpassingen van de RJ 290 in 2014 en omdat het jaarverslag 2011 ontbreekt, wordt bij SOR het jaarverslag 2013 als uitgangspunt genomen. Op basis van de uitkomst van het toetsingskader, de verbijzonderingen per woningcorporatie en de vergelijking met het jaarverslag 2011 wordt bijgedragen aan de beantwoording van de onderzoeksvraag en de aanbevelingen.

Tabel 5.1: Onderzochte woningcorporaties inclusief karakteristieken ultimo 2016. Woongelegenheden zijn in hele eenheden woningen. De langlopende schulden en de notionele waarde van de derivatenposities zijn in miljoenen euro’s.

<i>Woningcorporatie</i>	<i>Jaarverslag</i>	<i>Woongelegenheden</i>	<i>Variabelrentende leningen</i>	<i>Notionele waarde</i>
<i>Stichting Ymere</i>	2016	86.649	2.121	2.547
<i>SOR</i>	2014 / 2015	7.888	640	330
<i>Stadgenoot</i>	2016	35.514	665	483
<i>SWZ</i>	2016 concept	8.551	72,5	70

5.1 Tendensen bij woningcorporaties

5.1.1 *Tendens in de sector*

In de sociale huursector zijn enkele tendensen te vinden. Dit zijn ‘neigingen’ die de gehele sector lijkt te hebben. De conclusies worden getrokken op basis van de stresstest voor derivatenportefeuilles (Aw, 2016a). Hieruit bleek dat van de in totaal 350 woningcorporaties 33% losstaande derivaten, 13% derivaten met tussentijdse marktwaardeverrekening (margin calls) en 48% embedded derivaten heeft. In 2013 bestond de derivatenportefeuille bij woningcorporaties respectievelijk uit 39%, 13% en 52%. Dit is in lijn met de afname van de notionele waarde van zowel losstaande derivaten (13,7 miljard euro in 2016 vergeleken met 16 miljard euro in 2013) als embedded derivaten (14,2 miljard euro in 2016 vergeleken met 15,1 miljard euro in 2013). Een opvallende constatering, omdat het juist anno 2017 aantrekkelijk is tegen de lage rente en de aantrekkende woningmarkt meer te lenen en deze ‘vast’ te zetten met behulp van derivaten.

Een tweede tendens is de omvang van de breakclausules. De omvang van contracten met breakclausules neemt in de toekomst namelijk toe. De 36 woningcorporaties met breakclausules dienen een plan van aanpak op te zetten, zodat de risico's van breakclausules zoveel mogelijk worden gemitigeerd.³⁶

De stresstest derivaten is voornamelijk gericht op de controle van liquiditeitsrisico's. Naast de liquiditeitsbuffer ter grootte van een 2%-rentedaling houden woningcorporaties ook rekening met breakclausules en eventuele margin calls bij een verdere rentedaling. Deze factoren leiden tot een wettelijk verplichte liquiditeitsbuffer van geaggregeerd 1,1 miljard euro. Desalniettemin bestaat de tendens een grotere buffer aan te houden dan de vereiste liquiditeitsbuffer om naleving van de wetgeving te bereiken. Zo wordt per ultimo 2016 een liquiditeitsbuffer aangehouden van 2,3 miljard euro.

Geconcludeerd wordt dat de houding van woningcorporaties omtrent derivatenposities sterk is veranderd. Dit is terug te zien in de daling van de notionele waarde en de actieve houding om derivaten met toezichtbelemmerende bepalingen af te wikkelen. Ook wordt een dermate grote liquiditeitsbuffer aangehouden, zodat liquiditeitsrisico's zoveel mogelijk worden gemitigeerd.

5.1.2 *Tendensen van de onderzochte woningcorporaties*

Op basis van de onderzochte woningcorporaties kunnen enkele gemeenschappelijke conclusies worden getrokken. Ten eerste waardeert iedere woningcorporatie tegen kostprijs (of lagere reële waarde). Gehedgede derivaten worden tevens verwerkt en gewaardeerd volgens kostprijs-hedge-accounting. De verklaring voor het gebruik van kostprijs-hedge-accounting ligt in de gemakkelijke toepasbaarheid en de mogelijkheid de methode toe te passen. Een uitgebreide argumentatie waarom bedrijven voor kostprijs-hedge-accounting kiezen is te vinden in paragraaf 3.1.1. Deze argumenten geven de indruk dat woningcorporaties niet een zo transparant mogelijke jaarrekening aan de gebruiker presenteren (PWC, 2009; RJ-Uiting 2013-4).

³⁶ Art. 106 lid 2 BTIV.

Ten tweede beschikt iedere woningcorporatie over een goed, intern toezicht, waarbij de titels van de commissieleden als graadmeter voor de kwaliteit van het interne toezicht staan. De titel geeft een indicatie van de mate van kennis bij het lid in kwestie. Stadgenoot komt als beste naar voren, met een gebalanceerde auditcommissie, bestaande uit een RA, RC, MRE en een professor met een expertise in economische en sociale ontwikkeling en volkshuisvesting. Ymere heeft geen gebruik gemaakt van commissieleden met een specifieke titel. Gezien de omvang van Ymere had dit wel verwacht kunnen worden. Ook SOR (MRE en MBA) en SWZ hebben voldoende capabele leden aangesteld in de RvT en de Auditcommissie.

Tenslotte dient vermeld te worden dat het reglement inzake beleid en beheer (zie paragraaf 4.2.1) nog niet in het jaarverslag opgenomen is, doordat dit pas verplicht is per boekjaar 2017. Derhalve kan niet beoordeeld worden wat de impact van het reglement is teneinde de gebruiker inzicht te geven in de risico's van de derivatenpositie. Het reglement is echter reeds ingeleverd bij de Aw. Een score van '1' wordt derhalve behaald op het moment dat het reglement door de Aw is goedgekeurd of redelijkerwijs kan worden verwacht dat het reglement zal worden goedgekeurd.

5.2 Resultaten

In tabel 5.2 zijn de resultaten van het toetsingskader weergegeven als samenvatting voor de genomen maatregelen in tabellen 9.1 tot en met 9.3. De te behalen score is 13 punten.

Tabel 5.2: Toetsingskader voor de case study op basis van tabellen 9.1, 9.2 en 9.3 voor de jaren 2011 (links) en 2016 (rechts). (*) Op basis van het jaarverslag verondersteld. (**) De toegestane derivaten zijn exclusief derivaten met toezichtbelemmerende derivaten, omdat deze al meegenomen worden in de score "Geen toezichtbelemmerende derivaten".

<i>Maatregelen</i>	<i>Ymere</i>	<i>SOR</i>	<i>Stadgenoot</i>	<i>SWZ</i>
<i>Waarderen tegen reële waarde</i>	0 / 0	0 / 0,5	0,5 / 0	0 / 0
<i>Kwalitatief en kwantitatief</i>	0 / 1	0 / 0	1 / 1	0 / 0
<i>Risico's derivaten</i>	0 / 1	0 / 0,5	0 / 1	1 / 1
<i>Doelstelling derivaten</i>	0,5 / 0,5	0 / 0	1 / 1	1 / 1
<i>2%-liquiditeitsbuffer</i>	0 / 1	1* / 1*	0 / 1	1* / 1*
<i>Geen toezichtbelemmering derivaten</i>	0 / 0	0 / 1	0 / 0	1 / 1
<i>Enkel toegestane derivaten**</i>	1 / 1	0	0 / 1	1 / 1
<i>(Expertise) Raad van Toezicht</i>	0,5 / 1	1 / 1	1 / 1	1 / 1
<i>Auditcommissie</i>	0 / 0,5	0,5 / 1	1 / 1	1 / 1
<i>Voldoende stresstest</i>	0 / 1	0 / 0	1 / 1	1* / 1*
<i>Goedgekeurd reglement</i>	0 / 1	0 / 0	0 / 1	0 / 0,5
<i>Controleverklaring</i>	1 / 1	1 / 0	1 / 1	1 / 0
<i>Verenigbaarheid bestuursverslag + jaarrekening</i>	1 / 1	0 / 0	1 / 1	1 / 0
<i>Totaalscore</i>	3 / 10	4 / 5	7,5 / 11	10 / 8,5

5.2.1 Ymere

Op basis van het gevormde toetsingskader (zie tabel 5.2), kan geconcludeerd worden dat Ymere met een score van 10 uit 13 (77%) een goede score heeft. Ymere heeft als beleid louter variabelrentende ‘roll-over’ leningen af te dekken door middel van derivatencontracten. De roll-over leningen zijn tussen 2012 en 2016 met 61 miljoen euro gedaald. Hierdoor ontstaat overhedging, omdat de notionele waarde groter is dan de af te dekken roll-overs. Overhedging is speculatief wanneer de ineffectiviteit van de hedge een significante invloed op het resultaat heeft, hetgeen expliciet wordt uitgesloten.³⁷ Echter, gezien de omvang van de ineffectiviteit en de woningcorporatie, zullen eventuele risico’s door Ymere kunnen worden opgevangen. Desalniettemin dient aandacht te worden besteed aan deze situatie en duidelijk bekeken worden hoe overhedging een rol gaat spelen in de liquiditeitsrisico’s van Ymere.

Een tweede punt van aandacht is het feit dat geen derivatencontracten meer zijn aangegaan sinds de inwerkingtreding van de Beleidsregels derivaten in 2012. Dit kan twee oorzaken hebben. De eerste oorzaak volgt uit het feit dat er reeds sprake is van overhedging en derhalve het gebruik van derivaten wordt beperkt. Een tweede oorzaak kan zijn dat de getroffen maatregelen om risico’s van derivatenposities in te perken woningcorporaties weerhoudt van het gebruik van derivaten. Dit wordt onderschreven door het aantal woningcorporaties met losstaande derivaten ultimo 2012 en 2016; respectievelijk 167 en 115 woningcorporaties. Een daling van 31% na de inwerkingtreding van de Beleidsregels derivaten. Wanneer de vele beleidsregels woningcorporaties weerhouden van het aantrekken van derivaten, kan een paradoxale situatie ontstaan. De Beleidsregels derivaten zijn ingevoerd om risico’s in te perken. Echter, wanneer woningcorporaties ervoor kiezen geen derivaten meer aan te trekken, vergroot daarentegen het renterisico. Het (ongewenste) effect is dat de Beleidsregels derivaten het risico van woningcorporaties *verhoogd*, hetgeen derivaten juist moeten voorkomen. De baten van het aanhouden van derivaten wegen niet voor alle woningcorporaties op tegen de kosten.

Een derde bijzonderheid is de liquiditeitsbuffer van Ymere. De huidige Beleidsregels stellen dat een liquiditeitsbuffer moet worden aangehouden om liquiditeitsrisico’s in te perken. Op basis van de marktrente (ultimo 2016) verwacht Ymere een liquiditeitsbuffer te moeten opbouwen ter grootte van 572 miljoen euro, rekening houdend met een 2%-rentedaling en breakclausules in 2017 en 2018. Gezien de historisch lage rentestand is het aannemelijk dat banken hun recht gebruiken de derivatencontracten tussentijds te beëindigen tegen verwerking van de marktwaarde. De jaren 2019 tot en met 2025 zorgen op basis van de huidige rentestand voor een additionele breakclausule ter waarde van 393 miljoen euro. Een plan van aanpak is opgesteld door Ymere en goedgekeurd door de Aw met betrekking tot het opbouwen van de liquiditeitsbuffer. Echter, een buffer met een dergelijke omvang kunnen op basis van de gemiddelde waarde van een corporatiewoning (137.000 euro in 2015 volgens Vereniging van Woningcorporatie Aedes) bijna 4200 woningen gebouwd worden, hetgeen nu als contanten moet worden aangehouden en dus ongebruikt blijven. Deze bevinding komt overeen met de tendens in de sector dat een relatief grootte liquiditeitsbuffer (2,3 miljard euro) wordt aangehouden. Op basis hiervan kan getwijfeld worden aan de ‘sobere en doelmatige bedrijfsvoering’ die de Woningwet

³⁷ Art. 106 lid 1 sub b BTIV.

beoogt, omdat het aanhouden van de liquiditeitsbuffer het exploiteren van (meer) sociale huurwoningen in de weg staat.

Als het jaarverslag van 2011 vergeleken wordt met het jaarverslag van 2016, dan wordt de score van 3 uit 13 (23%) gevonden, welke lager is dan de laagste score van alle jaarverslagen in 2016. De behaalde score komt voornamelijk voort uit het geheel ontbreken van toelichtingen omtrent de derivatenportefeuille. De notionele waarde van de derivatenportefeuille is in 2011 3155 miljoen euro groot, maar komt in zijn geheel niet tot uitdrukking in de jaarrekening. Dit wordt veroorzaakt doordat kostprijs-hedge-accounting wordt toegepast en de hedge volledig effectieve hedge is. Er is reeds bekend dat in de toekomst ineffectiviteit zal gaan ontstaan. De gevolgen hiervan blijven echter onbesproken.

Ten tweede wordt aangegeven dat er breakclausules zijn (die ook in 2016 aanwezig zijn). Echter, hier wordt geen inzicht verschaft in de risico's. Wanneer vinden de voortvloeiende liquiditeitsverplichting plaats en is Ymere in staat deze verplichtingen te voldoen? Deze vragen blijven onbeantwoord.

Ten derde blijven de embedded derivaten in zijn geheel onbesproken door de woningcorporaties. Echter, de omvang van de embedded derivaten bij Ymere zijn beperkt.

Tenslotte is het interne toezicht relatief zwak vergeleken met 2016. De RvT bestaat uit vier personen (2016: zes personen), waarvan geen enkel lid capabel genoeg lijkt voor het toezicht op de derivatenportefeuille. Bovendien is nadrukkelijk benoemd dat Ymere er niet voor kiest een auditcommissie op te richten. Ook is de invloed van het CFV (de voormalige Aw) omtrent de financiële beheersing van risico's minder sterk dan de invloed van de Aw.

Geconcludeerd kan worden dat de gebruiker van de jaarrekening onvoldoende inzicht verkrijgt in de risicopositie van Ymere. Louter wordt de notionele waarde en de marktwaarde van de derivatenportefeuille benoemd. Een analyse omtrent de breakclausules ontbreekt, evenals een gevoeligheidsanalyse. Ook het interne toezicht is in 2016 sterk verbeterd vergeleken met 2011. De score van 23% geeft een kwantitatieve uitdrukking van deze bevindingen. De genomen maatregelen leiden derhalve tot relevantere informatie voor de gebruiker van de jaarrekening met betrekking tot de risico's van derivaten.

5.2.2 Stichting Ouderenhuisvesting Rotterdam (SOR)

Een korte situatieschets. Sinds de aanpassing van RJ 290 Financiële Instrumenten (zie paragraaf 3.1.2) dienen de embedded derivaten van SOR afgescheiden te worden. Dit heeft tot gevolg gehad dat in 2014 een verplichting van embedded derivaten ter waarde van 173 miljoen euro en een eigen vermogen van *negatief* 95 miljoen euro ontstond. De oorzaak hiervan is dat de helft van de extendible leningen verkochte *receiver swaptions* bevatten. De verstrekker van de lening heeft hierbij de optie de lening te verlengen tegen een vooraf vastgesteld rentetarief. De sterk negatieve waarde van de embedded derivaten is derhalve te verklaren doordat het vooraf vastgestelde rentetarief aanzienlijk hoger is dan de huidige marktrente.

De receiver swap kan gekarakteriseerd worden als speculatief doordat een vaste rente bij lage markttrentes en een variabele rente bij hoge markttrentes. Immers, op het moment van afsluiten 'speculeert' de derivaatnemer op het niet verder dalen van de rente. Deze speculatie zal tot lagere (huidige) rentekosten leiden. Een dergelijke verwachting dat de rente niet meer verder

kan dalen (rentevisie) is ook bij Vestia de oorzaak geweest van de problematiek omtrent derivaten. De receiver swaption is door het BTIV verboden, ware het niet dat ze voor de inwerkingtreding van de specifieke wet- en regelgeving zijn afgesloten, waardoor SOR zijn verplichtingen ten aanzien van de derivaatverstrekker verplicht is na te komen.

SOR scoort niet alleen op de inperking van risico's zwak. Op basis van het gevormde toetsingskader is de score van 5 uit 13 (38%) de minste van de vier onderzochte woningcorporaties. Met name wordt geen toelichting gegeven betreffende de specifieke karakteristieken van de embedded derivaten. De al reeds beperkte toelichting heeft voor de gebruiker van de jaarrekening geen toegevoegde waarde. Gewenst is in ieder geval een maturity analysis. Het management verwacht niet dat op korte termijn de embedded derivaten ontbonden worden. Desalniettemin dient aangegeven te worden wanneer en tegen welk (gemiddeld) rentepercentage de extendible leningen verlengd kunnen worden. Alleen dan verkrijgt de gebruiker van de jaarrekening voldoende inzicht in de risico's van de embedded derivaten van SOR. De maturity analysis of vergelijkbare analyse wordt wel door de andere onderzochte woningcorporaties uitgevoerd.

Door de significantie van de situatie op de jaarrekening dient ook bekendgemaakt te worden hoe de problemen opgelost gaan worden via een plan van aanpak (het Treasury Jaarplan 2015). Dit jaarplan is echter niet openbaar gemaakt. In ieder geval dient hierin een plan te zijn opgesteld, waarin concreet wordt aangegeven welke maatregelen worden genomen om de risico's van de embedded derivaten in te perken. Afhankelijk van de keuze voor verlenging van de verstrekker van de derivaten, dient eventueel besloten te worden payer swaps of caps af te sluiten. Het is derhalve een combinatie van tijd en capaciteit van het management om toekomstige renterisico's in te perken. Op dit moment is de enige factor die de extendible lening kan beïnvloeden de marktrente. Echter, wanneer leningen kunnen worden verlengd, dient het management capabel genoeg te zijn de juiste keuze te maken omtrent het inperken van de risico's.

Als het jaarverslag 2013 met het jaarverslag 2015 wordt vergeleken kan geconcludeerd worden dat ook het jaarverslag 2013 de gebruiker onvoldoende inzicht geeft in de jaarrekening. Hierbij is het in zijn geheel niet benoemen van de embedded derivaten de grootste tekortschietsing. Deze embedded derivaten worden in het jaarverslag 2015 als grootste financiële risico van SOR gezien. De verklaring hiervoor is dat de embedded derivaten per 1 januari 2014 verplicht in de balans dienden te worden opgenomen en derhalve van materieel belang zijn geworden voor de jaarrekening. Wel wordt aandacht besteed aan derivaten die bij de huidige wet- en regelgeving niet meer toegestaan zijn: Knock-in floors, collars en receiver swaptions.

De score van 3,5 uit 13 (27%) komt voornamelijk voort uit het relatief sterke opbouw van de RvT. Ook is besloten per 1 januari 2014 een auditcommissie in te stellen, waardoor aan dit onderdeel een 0,5 punt is toegekend. Desalniettemin wordt geen enkele kwantitatieve toelichting gegeven met betrekking tot de derivatenportefeuille. De relevantie van de informatie in de jaarrekening is derhalve minimaal. Voornamelijk het in zijn geheel ontbreken van de embedded derivaten is een ernstige tekortkoming van de jaarrekening, gezien de significante impact op het jaarverslag in 2015.

5.2.3 Stadgenoot

Woningcorporatie Stadgenoot heeft met een 11 uit 13 (85%) de hoogste score behaald. De score komt voort uit het feit dat Stadgenoot voldoende maatregelen heeft genomen om compliant te zijn met de wet- en regelgeving. Stadgenoot is daar tot op heden goed in geslaagd. Na de inwerkingtreding van de specifieke wet- en regelgeving heeft Stadgenoot de 2 receiver swaps gespiegeld met 2 payer swaps van dezelfde grootte, waardoor de waarde effectief nihil is. Stadgenoot bezit een derivatencontract met een margin call, waarvoor een concreet plan van aanpak is gepresenteerd om deze af te bouwen. Bovendien wordt reeds rekening gehouden met de aankomende breakclausules (de eerste in februari 2020). Verder laat Stadgenoot zien zich bewust te zijn van de risico's van derivaten. Zo is een systeem van dubbele handtekening afgesloten, waardoor voor het afsluiten van een derivatencontract naast de treasury manager ook de handtekening van een bestuurder of een lid van de treasurycommissie vereist is.

Het jaarverslag 2011 van Stadgenoot scoort een 7,5 uit 13 (58%) op basis het toetsingskader. Wel kan geconcludeerd worden dat het jaarverslag van Stadgenoot relevanter is geworden, omdat het gebruikers de mogelijkheid geeft de risico's van derivaten in te schatten. De voornaamste tekortkomingen zijn het onbenoemd laten van de embedded derivaten en van de breakclausules. Gezien de omvang van de notionele waarde (384,5 miljoen euro) van derivaten met breakclausules in 2012, is het zeer onwaarschijnlijk dat in 2011 geen breakclausules bestonden.

De score van Stadgenoot is voornamelijk te verklaren door het sterke interne toezicht en de toelichtingen op de losstaande derivaten en gehedgede derivaten. Echter, net als bij Ymere en SOR worden de risico's van embedded derivaten in zijn geheel niet inzichtelijk gemaakt. In tegenstelling tot Ymere en SOR geeft Stadgenoot wel een betere kwantitatieve toelichting op de derivatenpositie met een beschrijving van de opbouw van de derivatenportefeuille, een maturity analysis en een gevoeligheidsanalyse.

5.2.4 SWZ

SWZ is de enige woningcorporatie die aangeeft dat elke swap is gekoppeld aan een lening. Op basis van de notionele waarde is de conclusie dat SWZ het dichtst bij een perfect effectieve hedge zit (97%). 9 van de 10 variabelrentende leningen zijn een-op-een afgedekt met een payer swap. De geringe hoeveelheid payer swaps stelt SWZ in staat individueel de karakteristieken van de swaps te vermelden, waardoor het maximale inzicht in de derivatenpositie van SWZ is te verkrijgen. De score van 8,5 uit 13 (65%) is voornamelijk te verklaren door het ontbreken van de accountantsverklaring 2016 (wel afgegeven in 2015) en het bestuursverslag. Tenslotte is opvallend dat SWZ geen uitspraken doet over zijn betrokkenheid bij de Aw. Zo is niet uitgesproken of voldaan wordt aan de stresstest of dat er een voldoende grootte liquiditeitsbuffer wordt aangehouden. Een verklaring hiervoor is dat in principe geen liquiditeitsrisico's voortvloeien uit de derivatencontracten. Daarom kan geconcludeerd worden dat op basis van de gegeven toelichtingen SWZ zal voldoen aan de stresstest en een voldoende liquiditeitsbuffer heeft.

Met een score van 10 uit 13 (77%) heeft SWZ de hoogste score van de jaarverslagen 2011 behaald. Deze score is tevens hoger dan de score in 2016 (65%). Doordat sinds 2010 geen nieuwe derivaten zijn aangetrokken, is de toelichting omtrent de afgeleide financiële instrumenten in 2011 nagenoeg identiek aan de toelichting in 2016. Het verschil in de score komt door de verstrekte controleverklaring in 2011, welke ontbreekt in 2016. Evenals in 2016 ontbreekt een kwantitatieve toelichting. Een verklaring van de score omtrent de andere woningcorporaties is dat bij SWZ embedded derivaten, breakclausules en margin calls ontbreken. Derhalve hoeft SWZ geen significante wijzigingen in het jaarverslag door te voeren.

5.3 Conclusie

Met de uitkomst van het gevormde toetsingskader, de verbijzonderingen per woningcorporatie en de vergelijking van het jaarverslag 2016 met het jaarverslag 2011 wordt bijgedragen aan de beantwoording van de onderzoeksvraag en de aanbevelingen. Op basis van het gevormde toetsingskader (zie tabel 5.2), kan geconcludeerd worden dat 3 van de 4 onderzochte woningcorporaties voldoende scores. De score van SOR (38%) is de enige onvoldoende score. Deze conclusie is in lijn met het verscherpte toezicht waaronder SOR is gesteld. Stadgenoot heeft de hoogste score behaald (85%).

Op basis van de stresstest 2016 zijn enkele tendensen in de sector gevonden. Zo wordt een daling van de notionele waarde geconstateerd, terwijl de aantrekkende economie juist uitnodigt meer leningen (en derivaten) aan te trekken. Daarnaast wordt een relatief grote liquiditeitsbuffer aangehouden door de gehele sector. Dit lijkt ook noodzakelijk, omdat op de middellange termijn het aantal breakmomenten (en benodigde buffers) zal stijgen. Deze ontwikkelingen leiden tot een terughoudendere houding van de sector ten aanzien van derivaten.

Bij de onderzochte woningcorporaties valt op dat geen gebruik maakt van waardering tegen reële waarde, terwijl dit voor de transparantie van de jaarrekening wel gewenst is. Wel wordt een sterker intern toezicht gesignaleerd dan vereist. Zo beschikken SOR en SWZ over een auditcommissie, terwijl hier wettelijk gezien geen verplichting voor is. Met de titels van de leden van de auditcommissie als graadmeter is geconcludeerd dat de kwaliteit van de auditcommissie naar omvang als goed te bestempelen is. Tenslotte dient opgemerkt te worden dat het reglement nog niet beoordeeld kan worden.

In overeenstemming met de algemene tendensen in de sector, wordt bij Ymere een afbouw van de derivatenportefeuille geconstateerd. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat de vele beleidsregels woningcorporaties weerhouden van het aantrekken van derivaten, kan een paradoxale situatie ontstaan. De Beleidsregels, die het risico proberen in te perken, leiden er juist toe dat woningcorporaties meer (rente)risico's gaan nemen door het minder gebruikmaken van derivaten. Ook kan geconcludeerd worden dat een aanzienlijke liquiditeitsbuffer de 'sobere en doelmatige bedrijfsvoering' van woningcorporaties in de weg kan staan.

Verder wordt bij SOR geconstateerd dat verplichtingen uit vroegere embedded derivaten door de veranderde regelgeving (1) een significant onderdeel van de jaarrekening vormen, (2) niet meer toegestaan zijn volgens de huidige regelgeving en (3) lastig zijn op korte termijn aan te pakken. In ieder geval dient inzicht te worden gegeven in de risico's die voortvloeien uit de derivatencontracten en een concreet plan van aanpak opgesteld en uitgevoerd te worden. Voornamelijk het hebben van een juist plan over de tijd en de capaciteit van het management lijken

de schade van de receiver swaptions te kunnen beperken. Zo zou, net als bij Stadgenoot, op het moment van verlenging een nieuw derivatencontract kunnen worden afgesloten, waardoor in ieder geval het negatieve effect gespiegeld wordt (en eventueel de rente vastgezet). Ook werd bij Stadgenoot het systeem van dubbele handtekening toegepast, hetgeen een versterking is van het interne toezicht.

Een vergelijking van de jaarverslagen van 2011 en 2016 laat zien dat de wijzigingen in de wet- en regelgeving aanzienlijk het inzicht in de risico's van de derivatenportefeuille voor de gebruiker van de jaarrekening vergroot. Bij Ymere, SOR en Stadgenoot worden tekortkomingen gevonden in de toelichting op de embedded derivaten, breakclausules en margin call-verplichtingen. Ook het interne toezicht is versterkt. Zo bleek dat Ymere, ondanks de aangehouden complexe derivatenportefeuille, ervoor koos geen auditcommissie aan te stellen, hetgeen wel gewenst is. Bij SOR zorgde de aanpassingen van de RJ voor meer inzicht in de risico's van SOR ten aanzien van embedded derivaten. Tenslotte bleek bij Stadgenoot het bestaan van breakclausules zelfs geheel onbenoemd in het jaarverslag. SWZ is de enige woningcorporatie die een hogere score heeft behaald, omdat SWZ nagenoeg geen veranderingen in de verslaggeving hoefde te maken om compliant te zijn.

6. Conclusie

Met deze scriptie is het mogelijk een antwoord te formuleren op de vraag welke maatregelen zijn genomen om de risico's betreffende losstaande derivaten in te perken bij woningcorporaties. Tabellen 9.1 tot en met 9.3 geven een opsomming van de genomen maatregelen. De maatregelen strekken zich tot de verslaggevingsstandaarden en de controlerende instellingen: de Aw, de NBA en het interne toezicht. Op basis van de gevormde toetsingskaders in tabel 5.2 is een case study uitgevoerd om te concluderen in hoeverre de onderzochte jaarverslagen voldoende inzicht geven in de financiële positie. Tevens wordt geconcludeerd of de huidige maatregelen een soortgelijke situatie als de Vestia-affaire zouden kunnen voorkomen.

Met betrekking tot de verslaggevingsstandaarden RJ 290 en IFRS 7 wordt geconcludeerd dat een beweging richting de standaard IFRS gewenst is, omdat IFRS een transparantere jaarrekening laat zien (zie tabel 9.1). Onder IFRS is het immers niet mogelijk te waarden tegen kostprijs, hetgeen onder RJ 290 wel toegestaan is. Een transparantere jaarrekening leidt uiteindelijk tot een kleinere prikkel ongewenste, speculatieve derivatenportefeuille aan te houden. Daarnaast wordt onder IFRS een sterkere nadruk gelegd op de combinatie van kwalitatieve en kwantitatieve toelichting, waar RJ 290 (en de wet) kwantitatieve toelichtingen alleen een aanbeveling geeft. Aangeraden wordt een kwantitatieve toelichting te vereisen, waardoor de risico's van de derivatenportefeuille transparanter worden voor de gebruiker. Voor een uitgebreidere conclusie wordt verwezen naar paragraaf 3.3.

Naast het waarden tegen reële waarde en het verstrekken van een kwantitatieve toelichting is een derde mogelijkheid waardoor de jaarrekening voor de gebruiker transparanter wordt gemaakt het sneller afscheiden van embedded derivaten. In de case study is het effect hiervan duidelijk geworden. Het is gebleken dat SOR 'speculatieve' derivatenposities aanhoudt, die onder de vroegere wet- en regelgeving onbekend waren gebleven. Zo heeft de wijziging van de wet- en regelgeving ervoor gezorgd dat de risico's van de derivatenpositie van SOR sneller worden geïdentificeerd in de jaarrekening van SOR. Het negatieve effect van de 'slechte' embedded derivaten op de jaarrekening leidt tot de prikkel deze af te bouwen, hetgeen gewenst is.

Naast de (voorgestelde) wijzigingen voor de RJ 290 (zie tabel 9.1) is ook het financieel toezicht op de woningcorporaties versterkt. Zo is specifieke wet- en regelgeving opgenomen in de Woningwet en het BTIV (zie tabel 9.2), de Aw als onafhankelijk financieel toezichthouder aangesteld, een versterkte rol voor de accountant weggelegd en de nadruk gelegd op een goed intern toezicht (zie tabel 9.3). Ook deze maatregelen zijn van invloed geweest op de derivatenpositie van woningcorporaties. Voor een specifiekere toelichting wordt naar paragraaf 4.5 verwezen.

Uit de case study wordt duidelijk dat zowel de tendens in de sector als van de onderzochte woningcorporaties terughoudend is. Zo zijn de daling van de notionele waarde van derivaten, de opgestelde plannen van aanpak om aan de regelgeving te voldoen, de opgerichte auditcommissies en de aangehouden liquiditeitsbuffers slechts een greep uit de omvangrijke 'maatregelenportefeuille' die sinds de Vestia-affaire zijn ingevoerd.

Uit de case study blijkt bovendien dat de veranderingen in de wet- en regelgeving het inzicht in de risico's van de derivatenpositie heeft versterkt. Zo gaven de jaarverslagen in 2011 nagenoeg geen informatie over de embedded derivaten, breakclausules en margin call-verplichtingen. Bovendien was de kwantitatieve toelichting ondermaats. Ook is het interne toezicht sterk

over het algemeen bij woningcorporaties verbeterd. Geconcludeerd kan worden dat de maatregelen daadwerkelijk hebben bijgedragen aan het verkrijgen van meer inzicht in de risicopositie van derivaten bij woningcorporaties.

Er rest nog één onbeantwoorde vraag. Zal met de huidige regelgeving een soortgelijke situatie als de Vestia-affaire kunnen worden voorkomen? Voor de beantwoording dient eerst de situatie van Vestia bekeken. De situatieschets van Pruijm (2013) en Verbraecken (2012) wordt hierbij als uitgangspunt gebruikt. Pruijm (2013) omschrijft de Vestia-affaire als “een extreme veronachtzaming van alle governance vereisten die leidden tot een unieke combinatie van falen”. Vestia bezat een derivatenportefeuille die vijfmaal zo groot was als passend. Verder bezaten ze, naast de reguliere payer swaps, exotische derivaten, zoals ‘cancellable swaps’, ‘index rate swaps’ en ‘CMS-spread ladder swaps’. De aard en de doelstelling van deze derivatencontracten strekte buiten het bereik van een ‘sobere en doelmatige bedrijfsvoering’ door het speculatieve karakter (Verbraecken, 2012).

Een dergelijk ingewikkelde derivatenportefeuille is hoogst speculatief en, indien het toezicht in gebreke blijft, een bron van excessieve risico's. Een frauderende treasury manager probeert zo ondoorzichtig mogelijk te opereren door bijvoorbeeld het handelen via een dochteronderneming. Van belang is een duidelijke risicosignalering op het moment dat dit het geval is. Pruijm (2013) concludeert dat het geheel aan toezicht op Vestia in alle opzichte heeft gefaald: de treasury manager en algemeen directeur waren in staat autonoom te handelen, op bedrijfsniveau was geen enkele controle en de controlerende instellingen (de Raad van Toezicht, de CFV, de accountants KPMG & Deloitte en de WSW) hadden gezamenlijk gefaald.

De huidige wet- en regelgeving voorkomt zeker de eerste situatie; het aantrekken van nieuwe derivatencontracten is sterk ingeperkt, waarbij het niet meer mogelijk is andere dan payer swaps of rentecaps aan te trekken. Betreffende embedded derivaten is het ook niet meer mogelijk dat woningcorporaties geschreven swaptions (receiver swaptions) kunnen verstrekken door hun status als niet-professionele belegger. Tenslotte zijn de liquiditeits- en renterisico's van derivaten door het BTIV sterk ingeperkt door de verplichte afbouw van breakclausules en margin calls. Als financieel toezichthouder voorziet de Aw in de naleving van deze specifieke wet- en regelgeving.

Ondanks de uitgebreide specifieke wet- en regelgeving omtrent derivaten, blijft het in de toekomst van belang dat de controle op derivaten van kwalitatief hoog niveau blijft. Zeker wanneer het punt wordt bereikt dat de indruk wordt gewekt dat er ‘iets te halen valt’, is de sector weer terug bij af. Een auditcommissie en een controlerende accountant is goed, maar inadequaat wanneer de benodigde kennis ontbreekt of onvoldoende is om risico's te herkennen en in te perken. De specifieke wetgeving heeft in ieder geval gezorgd voor het wegvallen van onder andere bovengenoemde zeer complexe derivatencontracten, hetgeen de controle ook vergemakkelijkt

Specifiek bij Vestia werd geen auditcommissie gesignaleerd of een andere vorm van interne controle specifiek bedoeld voor de financiële beheersing. Er bestond geen adequaat systeem van dubbele handtekening, waardoor de treasury manager zo autonoom mogelijk kon opereren. Systemen van deze soort worden wel gesignaleerd in de case study en aangeraden toe te passen bij alle woningcorporaties. Het onderzoek van Lel (2012) suggereerde al de positieve relatie tussen de kwaliteit van het interne toezicht en het toepassen van hedging.

Had de huidige wet- en regelgeving de Vestia-affaire voorkomen? Waarschijnlijk wel. De specifieke wet- en regelgeving had de exotische derivaten geïdentificeerd, met het gevolg dat Vestia per direct onder verscherpt toezicht zal komen te staan en verplicht de derivatencontracten zo snel mogelijk af te bouwen. De huidige wet- en regelgeving zal bovendien ontmoedigen speculatieve derivatencontracten aan te gaan. Bovendien zal het interne toezicht bij wet veel scherper zijn geweest dan dat deze voor de Vestia-affaire was. De huidige tendens bij woningcorporaties, het verzwaarde toezicht, de strikte specifieke wet- en regelgeving, de transparanter wordende verslaggevingsstandaarden en de verplichte aanstelling van gekwalificeerde toezichthouders op bedrijfsniveau maken het moeilijk frauduleus te handelen met losstaande en embedded derivaten.

7. Aanbevelingen en beperkingen

De te maken aanbevelingen hebben betrekking op potentiële verbeteringen van de verslaggevingsstandaarden en de controlerende instellingen. Ook wordt een toekomstverwachting geschetst en de beperkingen van het onderzoek behandeld. De aanbevelingen zijn limitatief en niet noodzakelijk de enige wijze waarop het risico van derivaten zouden kunnen worden ingeperkt.

De specifieke wet- en regelgeving is efficiënt door het bestaan van ‘pas toe’-wetgeving. Hiervan zijn het aangaan van nieuwe derivatencontracten en de kwalificatie als niet-professionele belegger een duidelijk voorbeeld. De kwalificatie als niet-professionele belegger leidt tot een hoger beschermingsniveau door het verplicht verstrekken van juiste en volledige informatie over de risico's van derivaten door de verstrekker van de derivaten. De wetgever zal eventueel een nog hoger beschermingsniveau kunnen bereiken door de *derivaatverstrekker* verantwoordelijk te maken voor de naleving van de specifieke wet- en regelgeving voor woningcorporaties. Deze maatregel voorkomt dat opportunistisch gedrag van de derivaatverstrekker de woningcorporatie zal duperen. Het wegnemen van opportunistisch gedrag vermindert excessieve risico's van derivaten (Dewally & Shao, 2013).

Met betrekking tot de hoeveelheid controlerende instellingen en de taken van de controlerende instellingen kan getwijfeld worden aan de doelmatigheid. Het bestaan van de vele voorschriften en verplichtingen zouden incompliance kunnen veroorzaken. Bijvoorbeeld, de accountant dient met een 0% materialiteit en rapporteringstolerantie meer verslagen te controleren, waardoor een tekort aan controlerend vermogen kan ontstaan. De Aw dient op zijn beurt de controle op 350 woningcorporaties uit te voeren. Derhalve is het een vereiste dat de derivaten die niet meer binnen de wet passen zo snel mogelijk worden afgebouwd. De afbouw leidt ertoe dat derivaten relatief eenvoudig te controleren zijn: op termijn zullen zowel toezichtbelemmerende bepalingen als ‘exotische’ derivatencontracten niet meer gecontroleerd behoeven te worden.

Vanaf boekjaar 2017 wordt het tevens verplicht het reglement inzake het financieel beleid en beheer op te stellen. Inclusief dit reglement bestaat daardoor een versnippering van uitspraken in de (toelichting op) de jaarrekening, het treasurywettelijk, de risicoparagraaf in het bestuursverslag en het volkshuisvestingsverslag. Ook zouden het assurance-rapport, het accountantsverslag en het bestuursverslag worden toegevoegd teneinde transparanter te zijn naar de gebruikers van de jaarrekening. Integrated Reporting kan een belangrijke rol spelen in de efficiëntie voor het opstellen van de verslagen en in de effectiviteit voor de leesbaarheid en volledigheid van het jaarverslag.

In hoeverre de maatregelen gewenst zijn, hangt af van het gestelde doel. Gezien de publieke functie en de volkshuisvestelijke doelstelling een sobere en doelmatige bedrijfsvoering te volgen, is maximale risicobeperking het uitgangspunt. Ondanks de problemen in het verleden met derivaten moet niet uit het oog verloren worden dat correct gebruik van derivaten een belangrijk smeermiddel zijn voor het hebben van een stabiele financiële situatie (Hentschel en Kothari, 2001; Stulz, 2004; Bartram, Brown en Fehle, 2009; Abdel-Khalik en Chen, 2015).

De maatregelen maken het echter onaantrekkelijk derivatencontracten af te sluiten door verscheidene redenen. De extra opportuniteitskosten voor het aanhouden van een verplichte liquiditeitsbuffer zouden bijvoorbeeld voor woningcorporaties aanleiding zijn geen derivaten te gebruiken, hetgeen een ongewenst effect is op de renterisico's van een woningcorporatie. Ook zullen de transactiekosten voor woningcorporaties stijgen, doordat derivaatverstrekker minder snel contracten willen aangaan op het moment dat zoveel specifieke wet- en regelgeving nageleefd moet worden. Tevens wordt het voor verstrekkers van derivaten minder aantrekkelijk derivatencontracten af te sluiten, omdat de verkregen zekerheid van breakclausules of margin calls verdwijnt. Dit maakt de derivatencontracten duurder, omdat de verstrekker van de derivaten een hogere risico-opslag zal rekenen. Derhalve dient een beweging te worden gemaakt naar efficiëntere en effectievere regelgeving.

Verwacht wordt dat in de toekomst, bij volledige naleving van de specifieke wet- en regelgeving, de rentevoet van de variabele lening en payer swap nagenoeg gelijk is aan de rentevoet van een vastrentende lening. Indien dit het geval is, zal een verbod op derivaten een even groot effect hebben op de renterisico's en de hoogte van de rentevoet. Het bijkomend voordeel is dat niet meer hoeft te worden voldaan aan alle wet- en regelgeving met betrekking tot derivaten en dat geen intensieve controles meer hoeven te worden uitgevoerd door de accountant en de Aw, hetgeen efficiëntievoordelen voor woningcorporaties met zich meebrengen.

Dit onderzoek heeft twee significante beperkingen. De eerste betreft het reglement inzake financieel beleid en beheer. Dit reglement is nog niet verwerkt in het jaarverslag. Wat het effect van dit reglement is op de naleving van de wet- en regelgeving en de bijdrage aan het inperken van risico's omtrent derivaten, blijft onduidelijk. Vervolgonderzoek kan analyseren in hoeverre het reglement inzicht geeft in de risico's van de derivatenpositie.

Een tweede is dat conclusies gebaseerd zijn op deductieve redeneringen. Er is niet getoetst of de redeneringen ook empirisch ondersteund worden. Zo worden sommige conclusies getrokken op basis van onderliggende veronderstellingen. Vervolgonderzoek kan de aanbevelingen als uitgangspunt nemen teneinde deze empirisch te toetsen.

8. Bibliografie

8.1 Artikelen en Boeken

- Aalbers, M. (2012). De Stad en het Geld. In S. Majoor (Editor), *Het lezen van de stad: de organisatie van improvisatie* (pp. 78-89). Amsterdam: Projectmanagement Bureau Amsterdam.
- Abdel-Khalik, A. R., & Chen, P. C. (2015). Growth in financial derivatives: The public policy and accounting incentives. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(3), 291-318.
- Adam, T. R., & Fernando, C. S. (2006). Hedging, speculation, and shareholder value. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 283-309.
- Ahmed, A. S., Kilic, E., & Lobo, G. J. (2006). Does recognition versus disclosure matter? Evidence from value-relevance of banks' recognized and disclosed derivative financial instruments. *The Accounting Review*, 81(3), 567-588.
- Barth, M. E., & Landsman, W. R. (2010). How did financial reporting contribute to the financial crisis?. *European accounting review*, 19(3), 399-423.
- Bartram, S. M., Brown, G. W., & Fehle, F. R. (2009). International evidence on financial derivatives usage. *Financial management*, 38(1), 185-206.
- Bischof, J. (2009) The effects of IFRS 7 adoption on bank disclosure in Europe. *Accounting in Europe*, 6(1-2), 167-194.
- Böhmer, N., Hoogendoorn, M. N. & Kruit, A. (2016). *EY Handboek jaarrekening 2016*. Rotterdam, Nederland: Ernst & Young Accountants.
- Chance, D. M., & Brooks, R. (2015). *Introduction to derivatives and risk management*. Mason, OH: Cengage Learning.
- Dewally, M., & Shao, Y. (2013). Financial derivatives, opacity, and crash risk: Evidence from large US banks. *Journal of Financial Stability*, 9(4), 565-577.
- Dieleman, A. (2017). *Bestuursverslag stelt nieuwe vereisten aan controle(verklaring)*. Verkregen op 9 juni, 2017, van <http://www.accountancyvanmorgen.nl/2017/04/25/bestuursverslag-stelt-nieuwe-vereisten-aan-controleverklaring/>.
- Esposito, C. (2012). The dangers of financial derivatives: with gains on one side and possible catastrophic failure on the other, these complex instruments present a double-edged sword for businesses. *Internal Auditor*, 69(3), 60-66.
- Guay, W., & Kothari, S. P. (2003). How much do firms hedge with derivatives?. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 423-461.
- Hentschel, L., & Kothari, S. P. (2001). Are corporations reducing or taking risks with derivatives?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(01), 93-118.
- Lel, U. (2012). Currency hedging and corporate governance: a cross-country analysis. *Journal of Corporate Finance*, 18(2), 221-237.
- Oliveira, J., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2011). Risk-related disclosure practices in the annual reports of Portuguese credit institutions: an exploratory study. *Journal of Banking Regulation*, 12(2), 100-118.

- Power, M. (2010). Fair value accounting, financial economics and the transformation of reliability. *Accounting and Business Research*, 40(3), 197-210.
- Pruijm, R. (2013). *Toezicht op woningcorporaties: de Vestia-affaire*. Verkregen op 22 juni, 2017, van http://www.nyenrode.nl/FacultyResearch/corporategovernanceinstitutemedia/Documents/NCGI_nieuwsbrief_mei2014/NCGI_folder_mei14_DEF_PDF.pdf.
- Stulz, R. M. (2004). Should we fear derivatives?. *The Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 173-192.
- Woods, M., Dowd, K., & Humphrey, C. (2008). The value of risk reporting: a critical analysis of value-at-risk disclosures in the banking sector. *International Journal of Financial Services Management*, 3(1), 45-64.

8.2 Geraadpleegde Bronnen

ABN

2016: https://www.abnamro.com/nl/images/Documents/Investor_Relations/Financial_Disclosures/2016/ABN_AMRO_Group_Annual_Report_2016.pdf.

Allianz

2016: https://www.allianz.com/media/economic_research/research_data/english_documents/wealth_of_private_households_in_germany/FinassphW.pdf.

Autoriteit Woningcorporaties (Aw)

2016a: https://www.ilent.nl/Images/Stresstest%202016%20derivatenportefeuille%20bij%20corporaties_tcm334-378433.PDF.

2016b: http://www.corpodata.nl/media/46/91/283941/350/toelichting_dvi_2016_definitief.pdf.

Bank for International Settlements (BIS)

2017: https://www.bis.org/publ/otc_hy1705.pdf.

Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV)

2007: https://www.ilent.nl/Images/2007%20Verslag%20financieel%20toezicht%20woningcorporaties%20verslagjaar%202006_tcm334-366038.pdf.

2013: <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/rapporten/2013/04/11/stresstest-liquiditeitsrisico-derivatenportefeuille-bij-235-corporaties-peildatum-31-december-2012>.

2014: <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/rapporten/2014/04/01/stresstest-liquiditeitsrisico-derivatenportefeuille-bij-147-corporaties>.

Deloitte

- 2013: <https://www.iasplus.com/en/publications/global/a-closer-look/a-closer-look-fvm-ifrs-13>.
- 2014a: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/nl/Documents/audit/deloitte-nl-audit-update-afschieden-van-embedded-derivaten.pdf>.
- 2014b: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/nl/Documents/audit/deloitte-nl-audit-update-bepalen-verwerken-ineffectiviteit-kostprijs-hedge-accounting.pdf>.

EY

- 2008: http://118.139.167.6/uploads/files/EK0018_RiskSurvey_FINAL3.pdf.
- 2014: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Applying_IFRS:_Hedge_accounting_under_IFRS_9/\\$File/Applying_Hedging_Feb2014.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Applying_IFRS:_Hedge_accounting_under_IFRS_9/$File/Applying_Hedging_Feb2014.pdf).

ING

- 2017: <https://www.ing.com/Over-ons/Alle-jaarpublicaties/Jaarverslag-2016/Annual-Report-2016-Accelerate.htm>.

Jaarverslagen

- 2013: <https://www.sor.nl/module-files/downloads/SOR-2013-jaarverslag.pdf>
- 2015: <https://www.sor.nl/module-files/downloads/sor-2015-jaarverslag.pdf>.
<https://www.ymere.nl/over-ymere-2/ons-bedrijf/jaarverslagen.html>.
<https://www.stadgenoot.nl/over-stadgenoot/ons-bedrijf/jaarverslagen/>.
<https://www.swz.nl/over-swz/onze-organisatie/jaarverslagen>.

Nieuwsbronnen

- 2012: <https://fd.nl/ondernemen/617007/derivaten-vestia-in-beeld>.
- 2014: <http://nos.nl/artikel/659384-vestia-van-swaps-tot-bijna-bankroet.html>.
- 2016: <https://fd.nl/ondernemen/1141004/cbb-geeft-voormalig-vestia-accountant-piet-klop-waarschuwing>.

PWC

- 2009: <http://www.pwc.nl/nl/assets/documents/pwc-spotlight-2009-4-h5.pdf>.
- 2014: <https://www.pwc.nl/nl/spotlight/assets/documents/pwc-wijziging-rj-290-2014-1-07.pdf>.

Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW)

- 2013: https://www.wsw.nl/fileadmin/user_upload/Risicobeoordeling/_573_WSW-nieuwe-werwijze-pag-LR_3_.pdf.

8.3 Wetsartikelen

Boek 2 Burgerlijk Wetboek (BW)

381a	3.1.3.4
381b	3.1.1, 3.1.3.4
384	3.1.1
391 lid 3	3.1.2, 4.3.3
392	4.3.3
393 lid 4	4.3.2

Woningwet (Wonw)

32 lid 2	4.1
36	4.1
36a	4.1
37 lid 3 sub a	4.3.3
37 lid 3 sub b	4.3.1
37 lid 3 sub c	4.3.2
55 lid 1	3.1.1, 4.1
55a lid 2	4.1
60 lid 1	4.2

Besluit Toegelaten Instellingen Volkshuisvesting (BTIV)

13 lid 1 sub a	3.1.3.2
32 lid 1 sub g	4.1, 4.2.1
103	4.2.1
104 lid 2 sub a tot en met d	4.2.1
105	4.4
106 lid 1 sub b	4.1, 5.2.1
106 lid 2	5.1.1, 9
107	4.2.1, 9.2
108	4.2.1
123	4.2

Regeling Toegelaten Instellingen Volkshuisvesting (RTIV)

45 lid 3	4.2.1
----------	-------

Wet op het financieel toezicht (Wft)

4:20 lid 1	4.2.1
------------	-------

9. Appendix

Tabel 9.1: ‘Best practice’ toetsingskader voor de verslaggevingsstandaarden. (*) Enkel in IFRS te vinden. (**) Behoeft geen uitgebreide toelichting door de hoge kredietwaardigheid van woningcorporaties.

<i>Categorie</i>	<i>(Gewenste) maatregelen</i>	<i>Concrete toelichting</i>
<i>Verwerking en waardering</i>	Waarderen tegen reële waarde Credit / Debit Valuation Adjustments**	
<i>Algemene toelichtingen</i>	Doelstelling en beleid betreffende derivaten Combinatie van kwalitatieve en kwantitatieve toelichting* Management approach*	Toelichtingen stellen gebruiker in staat ‘door de ogen van het management te kijken’
<i>Kredietrisico**</i>	Maximale omvang kredietrisico Concentratie van het kredietrisico Gestorte onderpanden	
<i>Liquiditeitsrisico</i>	Maturity analysis* of vergelijkbare methode Gap analysis*	Aard, omstandigheid, uitoefeningsmoment Verschil werkelijke en gewenste situatie
<i>Marktrisico</i>	Kwalitatieve én kwantitatieve toelichting* Gevoeligheidsanalyse voor elke materiële marktfactor Beperkte aggregatie	Stresstest of Value-at-Risk
<i>Reële waarde</i>	Juiste mate van aggregatie Notionele waarde Methodologie, aannames en waarderingstechnieken Waarderingsniveau Vergelijking boekwaarde en reële waarde Toelichting inclusief en exclusief hedge-accounting	De aard De omvang, ook onderliggende waarde Betrouwbare schatting van reële waarde mogelijk? Marktprijzen, afgeleide marktprijzen en waarderingsmodellen

Tabel 9.2: Maatregelen voortkomend uit wet- en regelgeving en de Beleidsregels derivaten. Inmiddels opgenomen in het BTIV.

<i>Categorie</i>	<i>Maatregelen</i>	<i>Concrete toelichting</i>
<i>Reglement inzake het financieel beleid en beheer</i> <i>Paragraaf 4.2.1</i>	A. Doelstellingen, meerjarenbegroting (dPi), streefwaarden en prestatie-indicatoren	Art. 104 lid 2 sub a, b en c BTIV.
	B. Beperking maximale uitgaven van bestuur zonder goedkeuring raad van toezicht	Art. 104 lid 2 sub d BTIV.
	C. Het is niet toegestaan derivaten te vervreemden	De mogelijkheid te vervreemden kan aanleiding geven tot speculatie. Art. 106 lid 2 en voormalig art. 2 lid 2 Beleidsregels derivaten.
	D. Aantrekken nieuwe derivatencontracten	Enkel rentecaps of payer swaps, basisrentelening zonder toezichtbelemmerende clause, niet-professionele belegger, raamovereenkomst Interest Rate Swaps of ISDA, enkel contracten in euro's (Art. 107 BTIV)
	E. Banken hebben een A-rating	Dit geldt louter voor het aantrekken van nieuwe contracten (Art. 13 lid 1 sub a BTIV).
	F. Verplichte liquiditeitsbuffer van 2%-punt.	Een daling van de rente met 2%-punt dient opgevangen te kunnen worden (Art. 108 BTIV).
	G. Geen toezichtbelemmerende derivatencontracten	Bestaande derivatencontracten met margin calls of breakclausules dienen zo snel mogelijk te worden geëlimineerd.
	H. Overige bepalingen	Geen rentevisie, niet 'doorlenen'.
<i>Verantwoordingsinformatie (dVi)</i> <i>Paragraaf 4.2.2</i>	A. Afsluitkosten van derivatencontracten	
	B. Reservatie liquiditeitsbuffer	Hoeveel liquide middelen worden op het moment aangehouden voor de buffer?
	C. Dochterondernemingen met derivatenposities	
	D. Embedded derivaten in extendible leningen	Deze moeten worden afgescheiden en tegen reële waarde te worden gewaardeerd en de leningen bevatten geen toezichtbelemmerende bepalingen
	E. Een voorschrift met gesloten vragen moet stellen dat de Beleidsregels derivaten zijn nageleefd.	

<p><i>Stresstest derivaten</i> <i>Paragraaf 4.2.3</i></p>	<p>A. Onevenredig veel tijd is gestoken in de controle van de gegevens / stresstest</p> <p>B. Een algemeen patroon dat de kwaliteit van de testen niet goed is.</p>	<p>Kan de basisdocumentatie voldoende worden vertrouwd om de continuïteit van de woningcorporatie te beoordelen?</p>
<p><i>Interne toezicht</i> <i>Paragraaf 4.4</i></p>	<p>A. Het bestuur: Is te allen tijde op de hoogte van maatregel A van het reglement. Integreert de financiële risico's in de bedrijfsvoering. Legt de wijze van beheersing wordt vast in proces- en functiebeschrijvingen. Financieel jaarplan aan de RvT. Rapporteert aan de RvT.</p> <p>B. De Raad van Toezicht: - Beschikt over voldoende kennis - Stelt een controleaanpak en de speciale aandachtspunten</p> <p>- Stelt een auditcommissie op</p> <p>- Is toegestaan onafhankelijk te opereren van het bestuur</p>	<p>Inzake art. 105 BTIV</p> <p>Tweemaal per jaar over de aard, omvang, risico's en de genomen maatregelen.</p> <p>Dit wordt gedaan in samenspraak met de controlerend accountant en de controlfunctie.</p> <p>Voorwaardelijk dat ten minste 10.000 wooneenheden in eigendom van de woningcorporatie</p> <p>Financiële risico's mogen met de accountant en functionarissen worden besproken.</p>

Tabel 9.3: Toezicht op de woningcorporatie, uitgevoerd door de controlerend accountant. Uitgangspunt is het accountantsprotocol (bijlage 4 van de RTIV) en BW boek 2, titel 9.

<i>Categorie</i>	<i>Maatregelen</i>	<i>Concrete toelichting</i>
<i>Assurance-rapport naleving specifieke wet- en regelgeving Paragraaf 4.3.1</i>	Materialiteitstoets	0% rapporteringstolerantie / 0% materialiteit. Uitkomst kan alleen goed, fout of onzeker zijn (geen tussenweg). Alle afwijkingen worden toegelicht in de paragraaf 'overige aangelegenheden'.
	Nieuwe derivatentransacties controleren op naleving Beleidsregels derivaten	Zie maatregel D, E en G van het reglement in tabel 9.2. Gecontroleerd wordt de juistheid en volledigheid van de dVi.
	Controleren punten 'Q&A' inzake Beleidsregels derivaten.	De Q&A kan worden geraadpleegd voor interpretatiekwesties of nadere uitleg en dient ook toegepast te worden. Dit zijn 10 kwalitatieve vragen waar de onderneming aan moet voldoen.
<i>Assurance-rapport inzake cijfermatige verantwoording Paragraaf 4.3.1</i>	Controleren aansluiting dVi op de cijfers in de jaarrekening	Onderdeel 4.1.6 van de dVi met betrekking tot het effect op het vermogen van de marktwaarde van embedded derivaten. Deze bepaling is overeenkomstig maatregel D van de dVi in tabel 9.2.
	Materialiteitstoets	0% rapporteringstolerantie. Alle afwijkingen worden toegelicht in de paragraaf 'overige aangelegenheden'.
<i>Accountantsverslag Paragraaf 4.3.2</i>	Bevindingen en aanbevelingen aan het interne toezicht	De accountants rapporteert aan de woningcorporatie (facultatief). Ook de Aw kan dit verslag inzien.
<i>Controleverklaring bestuursverslag Paragraaf 4.3.3</i>	Verenigbaarheid jaarrekening en bestuursverslag	
	Controle op volledigheid	Zijn de wettelijke bepalingen opgenomen?
	Controle op materiële juistheid	Klopt hetgeen in het bestuursverslag is opgenomen?