

ERASMUS UNIVERSITEIT ROTTERDAM

NADRUK VERBODEN

Erasmus School of Economics (ESE)

Fiscaal Economisch Instituut (FEI)

Masterscriptie fiscale economie

Directe belastingen

Speculeren op derivaten – de ondergang van Vestia

Een toelichting van de fiscale jaarwinstbehandeling van drie renterisico-afdekkende derivaten bij woningcorporaties.

Naam: Michiel Crijns

Studentnummer: 411678

Scriptiebegeleider: Drs. P.C.J. Oerlemans

Tweede beoordelaar: Dr. Y.M. Tigelaar-Klootwijk

Datum: 30-08-2021

Plaats: Rotterdam

Inhoudsopgave

Lijst van gebruikte afkortingen	4
Hoofdstuk 1 Inleiding.....	5
1.1 Inleiding	5
1.2 Onderzoeksvraag	7
1.3 Opzet.....	7
1.4 Afbakening.....	8
Hoofdstuk 2 De Vestia Affaire.....	10
2.1 Woningcorporatie Vestia.....	10
2.2 Derivaten bij corporaties	12
2.2.1 Derivaten binnen Vestia en de risico's van derivaten.....	15
2.2.2 Toezicht op corporaties t.a.v. derivatenposities.....	18
2.3 De ondergang van Vestia.....	20
2.3.1 Voordat de buitenwereld wist van het schandaal	21
2.3.2 Nadat de buitenwereld wist van het schandaal.....	22
2.3.3 De strijd tegen de banken.....	24
2.4 Conclusie.....	26
Hoofdstuk 3 Fiscale behandeling van woningcorporaties.....	27
3.1 Woningcorporaties	27
3.1.1 Oorsprong	27
3.1.2 Belastingplicht woningcorporaties in de VPB	29
3.2 Normale bedrijfsvoering woningcorporaties	30
3.2.1 Sobere en doelmatige bedrijfsvoering.....	30
3.2.2 Financieel beleid	32
3.3 Fiscaal belang	33
3.3.1 Totaalwinst	34
3.3.2 Kostenkant	36
3.4 Conclusie.....	38
Hoofdstuk 4 Renterisico-afdekkende derivaten	39
4.1 Inleiding	39
4.2 Waardering van financiële instrumenten	41
4.3 Interest Rate Swap.....	44
4.3.1 De variabelrentende lening	44
4.3.2 De interest rate swap.....	45
4.3.3 Waardering van een interest rate swap	47
4.4 Swaption.....	54
4.4.1 Waardering swaption.....	55
4.5 Rentecap with knock-in floor.....	58
4.5.1 Rentecap	59
4.5.2 Rentefloor	63
4.5.3 Rentecollar.....	65
4.6 conclusie	70

Hoofdstuk 5 Fiscale jaarwinstbehandeling van renterisico-afdekkende derivaten.....	74
5.1 Inleiding	74
5.2 Goed koopmansgebruik.....	74
5.3 Goed koopmansgebruik bij derivaten.....	76
5.3.1 Samenhangende waardering.....	77
5.4 Toepassing van de hedge-jurisprudentie op de renterisico-afdekkende derivaten	91
5.4.1 Kostprijs hedge, fair-value hedge en cashflow hedge	91
5.4.2 IRS-contract.....	95
5.4.2.1 Tussentijdse beëindiging van een IRS	98
5.4.3 Renteopties.....	101
5.5 Conclusie.....	121
Hoofdstuk 6 Conclusie	127
Hoofdstuk 7 Literatuurlijst.....	134
Hoofdstuk 8 Appendix	139
Nawoord	140

Lijst van gebruikte afkortingen

AW	Autoriteit Woningcorporaties
Blz.	Bladzijde
BNB	Beslissingen Nederlandse Belastingrechtspraak
BNG	Bank Nederlandse Gemeenten
Stcrt.	Staatscourant
CFV	Centraal Fonds Volkshuisvesting
EURIBOR	Euro InterBank Offered Rate
H	Hoofdstuk
HR	Hoge Raad
IRS	Interest rate swap
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
RvC	Raad van Commissarissen
Ministerie van VROM	Ministerie van Volkshuisvesting, Ruimtelijke Ordening en Milieubeheer
P.	Punt
Par.	Paragraaf
SGBB	Stichting Gereformeerde Bouwcorporatie voor Bejaarden
VTW	Vereniging van Toezichthouders bij Woningcorporaties
Wet IB	Wet inkomstenbelasting 2001
Wet VPB	Wet op de Vennootschapsbelasting 1969
Wft	Wet op het financieel toezicht
WSW	Waarborgfonds Sociale Woningbouw

Hoofdstuk 1 Inleiding

1.1 Inleiding

Uit een onderzoek van ABF Research blijkt dat begin 2021 een woningtekort van 300.000 op de Nederlandse markt bestaat. Dit tekort valt enerzijds te wijten aan de stagnerende nieuwbouw, naar aanleiding van de kredietcrisis van 2008. Anderzijds, wordt de komende jaren opnieuw een daling van de nieuwbouw verwacht, omdat de bouwvergunninguitgifte in 2020 tijdelijk werd stilgelegd door de stikstof en PFAS-problematiek. Voor veel politici stond de bouw van nieuwe woningen dan ook hoog op de prioriteitenlijst in het afgelopen verkiezingsprogramma. In het nieuws wordt geroepen dat het woningtekort te wijten valt aan de in 2013 ingevoerde verhuurdersheffing. Deze belasting op verhuurders van sociale huurwoningen zou ervoor hebben gezorgd dat de woningnood is verergerd.¹

Het woningtekort binnen de sociale huursector wordt inderdaad verergerd door de extra stikstofregels. En ja, de verhuurdersheffing ontmoedigt corporaties tot het bouwen van extra woningen. Echter, schuilt een veel duisterder geheim achter de problemen binnen de corporatiesector. Op 18 juni 2012 viel namelijk het doek voor de toenmalig grootste woningcorporatie van Nederland, genaamd Vestia.² In het akkoord dat bij deze val werd gesloten gaf Vestia aan het aantal verhuureenheden te verminderen van 96.000 in 2012 naar 63.000 in 2022.³ Overigens, kon de corporatie door de hoge rentekosten in de afgelopen jaren helemaal niet bouwen. De andere corporaties worden daarnaast ook nog eens in hun investeringsmogelijkheden beperkt. Zij hebben via de saneringsheffing van het Centraal fonds Volkshuisvesting (hierna: CFV) in 2012 indirect de val voor 675 miljoen euro opgevangen⁴ en 9 jaar later wordt ze nogmaals gevraagd om bij te springen door ruim 1 miljard aan rentebetalingen over te nemen.⁵

De val van Vestia is te wijten aan een combinatie van de megalomane baas, genaamd Erik Staal, en de Vestia-treasurer, genaamd Marcel De Vries, die allerlei complexe speculatieve

¹ NOS, 'Schreeuwend tekort aan woningen, wat moet eraan gedaan worden?', NOS.nl, 17 februari 2021.

² Verbraecken, 2014, blz 246.

³ Verbraecken, 2014, blz 260.

⁴ Verbraecken, 2014, blz 247.

⁵ Erik van Rein en Nelleke Trappenburg, 'Derivatendrama nekt Vestia alsnog: corporatie wil opsplitsen', FD.nl, 15 januari 2021

financieringsconstructies opzette. De Vries was één van de eerste binnen de corporatiesector die derivaten ook ging gebruiken om rentekosten te drukken naast het afdekken van risico's.⁶

Derivaten zijn beleggingsproducten die gebruikt worden om het risico van het onderliggende product af te dekken. De waarde van een derivaat is zodoende gecorreleerd met de waarde van het onderliggende product. Dit onderliggende product kan allerlei vormen aannemen, zoals een lening, valutakoers, grondstoffen etc. De Vries dekte in eerste instantie met de derivaten het renterisico af van de onderliggende leningen die Vestia afsloot om te investeren. Zo'n derivaat is rendabel voor een corporatie, indien de rente stijgt. Echter, heeft de rente sinds de kredietcrisis van eind 2008 een alsmaar dalende trend laten zien. Het eerste belangrijke aspect dat binnen de Vestia-affaire speelde is dat een dalende rente ervoor zorgt dat de rentederivaten een negatieve marktwaarde krijgen. Deze negatieve marktwaarde van de rentederivaten, als gevolg van de alsmaar dalende rente, heeft Vestia uiteindelijk de kop gekost.

Het tweede belangrijke punt binnen de Vestia-affaire is dat de Vries eveneens ging 'speculeren' met de derivaten, terwijl dit voor corporaties statutair verboden is.⁷ Er bestaan bij corporaties twee vormen van het houden van rentederivaten. Ten eerste worden rentederivaten aangehouden om de renterisico's van de onderliggende lening af te dekken en ten tweede om puur te speculeren. Aangezien het voor woningcorporaties statutair verboden is om te speculeren met derivaten, kan afgevraagd worden of het drukken van rentekosten wel binnen de normale bedrijfsvoering van een woningcorporatie past of derivaten die een risico afdekken fiscaal hetzelfde behandeld moeten worden als derivaten die puur speculatief van aard zijn.

Het belang van deze scriptie met betrekking tot de fiscale behandeling van derivaten bij woningcorporaties zit ten eerste in het feit dat zich in het verleden reeds een aantal affaires rondom woningcorporaties hebben voorgedaan. Hierbij kan gedacht worden aan de corporaties Laurentius, Rochdale in 2012 en Woonbron in 2011.⁸ Bij een heel aantal van deze affaires, zoals Vooruitgang Zij Ons Streven (VZOS) in 1994, Woonzorg Nederland uit Amstelveen en Atrium uit Huizen, waren rentederivaten betrokken.⁹ Ten tweede, blijkt uit de

⁶ Verbraecken, 2014, blz. 78.

⁷ Verbraecken, 2014, blz 162.

⁸ BNNVARA, 'Wat ging er mis bij de woningcorporaties?', BNNVARA.nl, 4 juni 2014.

⁹ Verbraecken, 2014, blz. 75.

Vestia-affaire dat de Vries allerlei derivaten afsloot, waarvan hij geen enkel idee had hoe ze werkten. In deze scriptie wordt dan ook voor drie soorten rentederivaten, namelijk de interest rate cap, de swaption en de rentecap with knock-in floor, inzichtelijk gemaakt hoe ze werken en hoe fluctuaties in de rente de marktwaarde beïnvloeden. Het derde interessante aspect van dit onderzoek naar renterisico-afdekkende rentederivaten is dat al enige tijd sprake is van een dalende rente. Door deze dalende rente komt opeens een hele nieuwe kant van de rentederivaten naar voren, namelijk de negatieve marktwaarde. Tot slot, heeft de Hoge Raad door middel van de hedge-jurisprudentie inzicht gegeven in de waardering van derivaten en de onderliggende lening, met name met betrekking tot de negatieve marktwaarde van derivaten. Deze jurisprudentie is echter nog relatief nieuw en er is nog weinig geschreven over de toepassing ervan.

1.2 Onderzoeksvraag

Derivaten zijn binnen de corporatiesector redelijk nieuwe producten. In deze scr De fiscale behandeling van derivaten binnen de jaarwinstbepaling is al enigszins toegelicht met de hedge-jurisprudentie. Echter, geven de vier aspecten die in de aanleiding werden benoemd reden tot verdere toelichting. In deze scriptie zal dan ook de volgende onderzoeksvraag worden beantwoord:

‘Hoe moet binnen de fiscale jaarwinstbepaling met de negatieve marktwaarde van een interest rate cap, swaption en rentecap with knock-in floor binnen de corporatiesector worden omgegaan, op het moment dat deze derivaten dienen ter dekking van een renterisico en hoe hangt deze fiscale behandeling samen met de dalende rente?’

1.3 Opzet

Om tot een antwoord op de centrale probleemstelling te komen is de scriptie opgedeeld in zes hoofdstukken. In hoofdstuk 2 wordt de Vestia-affaire besproken en zal worden toegelicht welke soorten derivaten bij Vestia werden gebruikt. Hierin wordt eveneens een korte toelichting gegeven van de werking van rentederivaten bij woningcorporaties en de risico's die aan rentederivaten zitten verbonden. In hoofdstuk 3 zal vervolgens de fiscale behandeling van woningcorporaties worden besproken en zal worden toegelicht wat onder de normale bedrijfsvoering van een woningcorporatie valt. Met de toelichting van de normale

bedrijfsvoering wordt het onderscheid tussen risico-afdekkende en speculatieve rentederivaten bij woningcorporaties namelijk duidelijk. De drie soorten renterisico-afdekkende derivaten, namelijk de interest rate swap, de swaption en de rentecap with knock-in floor, vormen de grondslag van hoofdstuk 4 en 5. In hoofdstuk 4 wordt gekeken naar de werking van deze drie soorten rentederivaten en zal worden toegelicht hoe de waardering ervan geschiedt. In hoofdstuk 5 wordt de fiscale jaarwinstbehandeling van de drie renterisico-afdekkende derivaten uiteengezet. Hierbij wordt aandacht besteed aan goed koopmansgebruik en de hedge-jurisprudentie, die de basis vormen voor de fiscale jaarwinstbehandeling van deze rentederivaten. Tot slot wordt in hoofdstuk 6 vervolgens getracht een antwoord te geven op de centrale onderzoeksvraag aan de hand van de bevindingen uit dit onderzoek.

1.4 Afbakening

In deze scriptie wordt ingegaan op de fiscale jaarwinstbehandeling van renterisico-afdekkende derivaten bij woningcorporaties. Hierbij is specifiek gekozen om in te gaan op deze financiële producten binnen de corporatiesector, omdat mijn interesse altijd al heeft gelegen in de vastgoedsector en de Vestia-affaire daarnaast natuurlijk een prachtig voorbeeld schetst hoe de problematiek omtrent de negatieve marktwaarde, als gevolg van een daling van de marktrente, bij derivaten opspeelde. Als, momenteel nog, bijna afgestudeerd fiscalist is het begrijpelijk dat de fiscaliteit is slecht tastbaar is voor niet-fiscalisten. De beschrijving van het gebruik van rentederivaten bij woningcorporaties binnen de Vestia-affaire en een beschrijving van de werking van renterisico-afdekkende derivaten, maakt de fiscale materie voor niet-fiscalisten eveneens enigszins begrijpelijk.

De reden dat in deze scriptie slechts wordt ingegaan op derivaten bij woningcorporaties, is dat woningcorporaties over het algemeen vooral derivaten gebruiken om een renterisico af te dekken. Hiermee wordt een scheiding gemaakt ten opzichte van andere soorten derivaten, zoals valutaderivaten. Daarnaast is in deze scriptie bewust gekozen om specifiek de drie voorgenoemde soorten derivaten aan te halen. Deze drie soorten derivaten kunnen namelijk allemaal een renterisico-afdekkende functie vervullen. Hierbij is de interest rate swap de meest standaardvorm van een renteswap, de swaption de meest standaardvorm van een renteoptie en de rentecap with knock-in floor geeft mooi weer de marktwaarde van een rentederivaat ineens zeer negatief kan worden.

Binnen deze scriptie zal worden gekeken naar de renterisico-afdekkende derivaten vanuit het oogpunt van de onderneming. De fiscale jaarwinstbehandeling van rentederivaten vanuit de bank wordt buiten beschouwing gelaten. Daarnaast, wordt in hoofdstuk 4 en 5 met name aandacht besteed aan de negatieve marktwaarde van de rentederivaten. Hiervoor is bewust gekozen, omdat een daling van de marktrente, zoals sinds 2008 het geval is, leidt tot een daling van de marktwaarde van rentederivaten. Desalniettemin, wordt in deze scriptie slechts uitgegaan van een positieve rente. Deze negatieve rente creëert weer een heel ander vraagstuk en maakt de behandeling van de voorgenoemde renterisico-afdekkende rentederivaten onnodig gecompliceerd.

Hoofdstuk 2 De Vestia Affaire

Het derivatendrama bij Vestia heeft voor veel opschudding gezorgd over het toezicht op en het gebruik van derivaten binnen de corporatiesector. Om een duidelijk beeld te kunnen vormen van de verschillende derivaten, de werking ervan en de risico's die ermee samenhangen, is de Vestia-affaire een prachtig voorbeeld om als uitgangspunt te nemen. In dit hoofdstuk zal worden gekeken hoe Vestia als grootste woningcorporatie van Nederland door het gebruik van derivaten ten onder is gegaan. Hierbij zal worden gekeken welke soorten derivaten bij Vestia aanwezig waren en hoe deze derivaten, maar ook derivaten in het algemeen, in elkaar steken. Daarnaast wordt toegelicht hoe derivaten op verschillende wijze kunnen worden gebruikt. De rol van de instanties, die zien op het toezicht van woningcorporaties en op het gebruik van derivaten, zal eveneens kort worden besproken.

2.1 Woningcorporatie Vestia

Een woningcorporatie is een toegelaten instelling om woningen te bouwen voor de sociaal zwakkeren.¹⁰ Vestia is een woningcorporatie met een vastgoedportefeuille van in totaal 63.669 verhuureenheden en richt zich vooral op de kerngemeenten Rotterdam, Den Haag, Delft en Zoetermeer.¹¹

Het Vestiasprookje begon bij het Gemeentelijke Woningbedrijf Den Haag (hierna: GWB). Op 1 december 1992 regelde Erik Staal, de toenmalige directeur van GWB, dat het bedrijf werd verzelfstandigd en als stichting verderging. Aan deze verzelfstandiging zaten gunstige kredietvoorwaarden verbonden en Staal kreeg een 'bruidsschat' van 68 miljoen euro mee. De kwalificatie als stichting zorgde ervoor dat de gemeente Den Haag geen directe invloed meer had. Staal stelde daarnaast een directeur-bestuurder constructie op, waarbij hij alleen kon worden gecontroleerd door de Raad van Toezicht.¹² Deze constructie sloot aan bij de toenmalige gedachte dat corporaties meer zelfstandig moesten worden. Met het in 1992 opgerichte Besluit Beheer Sociale Huursector werden overigens wel spelregels voor corporaties in de huursector opgesteld.¹³

¹⁰ Verbraecken, 2014, blz 251.

¹¹ Jaarverslag Vestia 2020, p. 37.

¹² Verbraecken, 2014, blz. 21-25.

¹³ Verbraecken, 2014, blz. 35/36.

Erik Staal tilde in de jaren hierna Woningbedrijf Den Haag van de grond. Met de fusie tussen Woningbedrijf Den Haag en Vestia Delft/Zoetermeer op 1 januari 1999 ontstond Stichting Vestia Groep. Nadat Stichting Vestia Groep op 16 augustus 2000 via een listige daad van Staal met Estrade uit Rotterdam fuseerde, verhuisde het hoofdkantoor van Vestia Groep naar Rotterdam.¹⁴

Staal was grote stappen aan het maken met Vestia en wilde niet te strak worden gecontroleerd. De rol van Vestia als sociale huisvester werd in de jaren hierna grotendeels aan de kant geschoven en Staal wilde zich steeds meer op de projectontwikkeling en grote projecten richten. Met de club 'De Vernieuwde Stad' ging Vestia zich vanaf 2002 richten op maatschappelijk vastgoed, zoals kinderopvang, woonzorgcomplexen, wijkgebouwen, scholen etc. Hiermee nam Vestia een taak uit handen van de gemeenten. Daarnaast gold binnen de corporatiewereld een zelfreguleringsgedachte, waarbij corporaties elkaar controleerden. Tevens stapte Staal in 2005 uit de Aedes, de branchevereniging van de woningcorporaties in Nederland. Hij kon zodoende redelijk vrijuit doen wat hij wilde. Dit resulteerde dan ook in de ontwikkeling van grote projecten, zoals 'de Paal van Staal' in 2007, Medimall in 2008, Cruise Park The Hague Holland en de overname van de ouderenhuisvesting Hoofddorpse Stichting Gereformeerde Bouwcorporatie voor Bejaarden (hierna: SGBB) in 2010. In datzelfde jaar was Vestia de grootste corporatie in Nederland met 90.000 woningen en 1100 personeelsleden met 14 woonbedrijven in west-Nederland.¹⁵ De grootste woningcorporatie van Nederland hield zich echter niet alleen bezig met het bouwen van sociale huurwoningen en andere bouwprojecten, maar ook met het drukken van rente via derivaten.

In de tijd dat Vestia nog GWB heette bezat de corporatie al derivaten, zoals payer swaps, knock-in-floors en producten van de Oostenrijkse bank Kommunalkredit Austria waarbij de rente werd gebaseerd op de Zwitserse rente en een malusfactor.¹⁶ Vestia ging zich in de loop van de tijd steeds meer met dit soort rentekostendrukkende financiële producten bezighouden en steeds minder met de 'normale bedrijfsvoering' van een woningcorporatie. In een interview met Cobouw op 18 mei 2011 zette Staal Vestia dan ook neer als een financieel powerhouse en gaf aan dat voor Vestia 'financiën de corebusiness is'.¹⁷

¹⁴ Verbraecken, 2014, blz. 38-42.

¹⁵ Verbraecken, 2014, blz. 48-53.

¹⁶ Verbraecken, 2014, blz. 76/77.

¹⁷ Cobouw, 'Financiën is onze corebusiness', Cobouw.nl, 18 mei 2011 *en* Verbraecken, 2014, blz. 157.

2.2 Derivaten bij corporaties

Derivaten zijn financiële instrumenten die onder de verantwoordelijkheid van de treasuryafdeling van een onderneming vallen. De treasuryafdeling is verantwoordelijk voor het beheersen van de geldstromen en de daarmee samenhangende financiële risico's. Deze risico's kunnen bestaan uit renterisico's, liquiditeitsrisico's, valutarisico's en risico's op de prijs van grondstoffen.¹⁸ Kortgezegd, bestaan er twee manieren waarvoor derivaten worden gebruikt. Ten eerste om de hiervoor genoemde risico's van de onderliggende producten te dekken en ten tweede om puur te speculeren. Aangezien derivaten bij corporaties veelal worden gebruikt om de renterisico's af te dekken zal in deze scriptie slechts worden gekeken naar rentederivaten en niet naar derivaten die andere risico's afdekken.

Rentezekerheid is belangrijk voor corporaties, omdat zij veel kapitaal moeten aantrekken via leningen om te kunnen investeren. De treasuryafdeling van een woningcorporatie fungeert in eerste instantie dan ook als cost center, met als doel om financiële risico's van de onderneming te beperken en renteresultaten te optimaliseren.¹⁹ Rentezekerheid kan ten eerste worden geboden door een vastrentende lening af te sluiten. Deze vastrentende leningen zijn echter duur en niet flexibel.²⁰ Daarnaast was het door hoge krediet -en liquiditeitsopslagen lange tijd slechts beperkt mogelijk om vastrentende leningen af te sluiten.²¹

Ten tweede kunnen een onderneming en geldgever afspreken dat de rente op een lening periodiek wordt herzien. Dit heet een variabelrentende lening.²² Bij zo'n variabelrentende lening wordt de rente periodiek opnieuw vastgesteld met het EURIBOR-tarief als ijkpunt. Het nadeel hiervan is dat een renterisico wordt gelopen. Wanneer de marktrente stijgt dan stijgen ook de rentekosten voor de onderneming. Deze stijging van de rentekosten van een onderneming, als gevolg van een stijging van de marktrente, wordt het renterisico genoemd. In zo'n geval kan rentezekerheid worden geboden door de rente op de

¹⁸ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, 1.1

¹⁹ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, 1.2.1

²⁰ Verbraecken, 2014, blz. 76.

²¹ Prof. mr. Dr. H. Beckman & C.J.N. Cools RA & H.P. de Haan RA & dr. N.G. de Jager & mr. S. Visser, 'Compendium voor de jaarrekening 7.6.3, financieel verslag', Actueel t/m 15-04-2021, aant. 48a.

²² Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, 1.1

onderliggende variabelrentende lening vast te leggen via een renteswap. Daarnaast kan een onderneming tegen bijbetaling van een premie via een renteoptie een plafond stellen aan hun rentekosten.²³

Op deze financiële producten zal verder in deze scriptie dieper worden ingegaan. Om toch alvast een beeld te krijgen van de werking van een rentederivaat, zal door middel van het in figuur 1 afgebeelde voorbeeld worden geïllustreerd hoe de rente op een variabelrentende lening kan worden vastgelegd middels een Interest Rate Swap (Hierna: IRS). Een IRS is een soort renteswap. In de variabelrentende lening-transactie zijn twee partijen betrokken: de leningenbank (X) en de corporatie (V). Corporatie V betaalt een variabele rente aan leningenbank X, die is gebaseerd op de EURIBOR. In de IRS-transactie zijn eveneens twee partijen betrokken: de corporatie (V) en de derivatenbank (Y). Corporatie V ontvangt van derivatenbank Y een rente ter hoogte van de variabele rente die corporatie V aan bank X betaalt. Daarnaast betaalt corporatie V een vaste rente aan derivatenbank Y.²⁴ De hoofdsom en de looptijd van de IRS zijn over het algemeen gelijk aan die van de onderliggende variabelrentende lening.²⁵ Door de combinatie van de IRS en de variabelrentende lening is een kasstroom ontstaan die exact gelijk is aan de kasstroom bij een vastrentende lening. Hiermee is het renterisico van de variabelrentende lening middels een renteswap afgedekt voor de corporatie. Indien de IRS en de variabelrentende lening samen precies dezelfde kenmerken hebben als een bestaand financieel instrument, zoals de vastrentende lening, wordt dit een synthetisch instrument genoemd.²⁶

Figuur 1



'Op zich doe je aan treasury om risico te beperken. Je kunt ook risico nemen en er geld mee verdienen'²⁷

²³ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H3

²⁴ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, par. 3.1.2

²⁵ H.J. Lemmens, T. Pater, D.G. Schraa, 'De fiscale gevolgen van de afwikkeling van interest rate swaps', WFR 2020/176, H2.

²⁶ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, par. 3.1.2

²⁷ Verbraecken, 2014, blz. 156; uitspraak van Theo Nieuwenhuizen van Wonen, Wijken en Integratie.

De treasuryafdeling van een corporatie kan ook als profit center worden gebruikt. Het doel is dan om winst te behalen door te speculeren op de financiële markten.²⁸ Er is bij een rentederivaat sprake van een speculatief element, indien met het derivaat geen renterisico wordt afgedekt, maar het derivaat puur is gericht op het drukken van de rentekosten van de onderliggende lening.²⁹ Corporaties baseren normaal gesproken de contractomvang van een renteswap op het risico dat wordt gelopen. Indien het risico wegvalt of kleiner wordt is sprake van overdekking. Hiermee krijgt een renteswap, die normaliter redelijk onschuldig lijkt, een speculatief karakter.³⁰ Er kan eveneens sprake zijn van een speculatief karakter, indien het rentetarief van het derivaat wordt bepaald door een andere factor dan de markttrente.³¹

Deze rentederivaten met een speculatief karakter kunnen worden gebruikt om de rente te drukken. Zo was in 2009 de gemiddelde rentelast van Vestia 3,4% tegenover een gemiddelde rentelast in de corporatiesector van 4,6%.³² Dit rentedrukkende effect kan worden uitgelegd aan de hand van een bepaald type rentederivaat, de swaption. Een swaption geeft een onderneming het recht om tegen een vooraf vastgestelde rente de renteswap aan te gaan in de toekomst. Bij een payer's swaption heeft de koper het recht om op de onderliggende renteswap een vastliggende lange rente te betalen in de toekomst. Op het moment dat de markttrente op het vastgestelde moment in de toekomst hoger is dan de markttrente is de koper voordelig uit. Hij betaalt immers minder rente dan de markttrente.³³ Hierbij komt kijken dat Vestia de bank het recht gaf om de rente in een derivatencontract in de toekomst te mogen wijzigen en kreeg hiervoor een premie in ruil. Deze premie werd meestal ingezet voor lagere rentetarieven of liquiditeiten.³⁴ Volledigheidshalve, wil ik opmerken dat het speculatieve karakter van een rentederivaat niet altijd ziet op een bepaald type derivaat. Zo zal uit hoofdstuk 4 blijken dat een swaption eveneens als renterisico-afdekkend instrument kan worden ingezet.

²⁸ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, 1.2.1

²⁹ Verbraecken, 2014, blz. 77/78.

³⁰ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, 1.2.2 & 3.1.3

³¹ Verbraecken, 2014, blz. 76/77.

³² Verbraecken, 2014, blz. 80.

³³ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, 3.3.4

³⁴ Verbraecken, 2014, blz. 78.

Een duidelijk voorbeeld van een derivaat met een zeer speculatief karakter was het Oostenrijkse product dat Vestia, toentertijd nog GWB, bezat. Hierbij werd het rentetarief bepaald aan de hand van de Zwitserse rente met een malusfactor. Wanneer de Zwitserse rente laag stond en zodoende weinig rente maal de malusfactor werd betaald door Vestia, terwijl de EURIBOR-rente hoger stond, werden de rentekosten gedrukt.³⁵ Echter, kan een 'normale' renteswap eveneens een heel speculatief karakter hebben. Bij Vestia was de omvang van de renteswaps op een bepaald moment een veelvoud van de openstaande onderliggende leningen.³⁶ In zo'n situatie van overdekking wordt puur gespeculeerd met de normaal gesproken onschuldige renteswaps.

2.2.1 Derivaten binnen Vestia en de risico's van derivaten

Marcel De Vries was sinds 1992 werkzaam voor GWB en nam vanaf 1999 de rol in van treasurer controller bij Vestia.³⁷ Afgezien van een aantal corporaties die in de jaren 90 onderuit waren gegaan door te speculeren met opties en putopties, waren derivaten in de corporatiesector nog niet een heel hot-topic.³⁸ De derivaten werden met name gebruikt om de door het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (hierna: WSW) ingevoerde risiconorm te omzeilen. De risiconorm hield in dat met slechts 15% van de leningen aan een corporatie een renterisico gelopen mocht worden. Bij Vestia mondde dit uiteindelijk erop uit dat 85% van de variabelrentende leningen werd afgedekt met een renteswap.³⁹

De Vries kreeg binnen Vestia als het ware een alleenrecht op het sluiten van derivaten en hoefde sinds 2003 slechts aan Erik Staal te rapporteren. Volgens het treasury statuut had hij eveneens geen maximum aan de liquiditeitsrisico's, de basispuntgevoeligheid of een handelslimiet. Naast renteswaps ging De Vries zich richten op derivaten die de rente drukten. Zo schafte hij swaptions aan, waarbij hij de bank het recht gaf om in een derivatencontract de rente in de toekomst te mogen wijzigen en kreeg hiervoor in ruil een premie. Deze premie kon worden ingezet om de rentekosten te verlagen.⁴⁰ Daarnaast bezat hij gestructureerde swaps waarvan de marktwaarde niet was gekoppeld aan de marktrente, maar aan bijvoorbeeld de

³⁵ Verbraecken, 2014, blz. 77.

³⁶ RTLnieuws, 'Swaptions en andere massavernietigingswapens', RTLnieuws.nl, 20 maart 2012.

³⁷ Verbraecken, 2014, blz. 73.

³⁸ Verbraecken, 2014, blz. 75; zie Vooruitgang Zij Ons Streven (VZOS) in 1994, Woonzorg Nederland (Amstelveen) en Atrium (Huizen)

³⁹ Verbraecken, 2014, blz. 76/77.

⁴⁰ Verbraecken, 2014, blz. 78.

prestaties van beleggingsfondsen van banken. Deze speculatieve producten fungeerden meer als gokinstrumenten dan als instrumenten ter dekking van de renterisico's.

Een belangrijk punt is dat De Vries ging werken met margin calls. Dit is een soort onderpandstorting die werkt als een garantie voor zowel de bank, die als derivaatverstrekker fungeert, als de corporatie. Indien de bank of Vestia niet aan haar verplichtingen zou kunnen voldoen, dit wordt ook wel een default genoemd, kan de andere partij zich op deze onderpandstorting beroepen.⁴¹ Het onderpand dat moet worden gestort hangt af van de marktwaarde van het derivaat. Deze marktwaarde hangt bij derivaten, afhankelijk van het soort derivaat, af van de ontwikkelingen op de geld-, kapitaal-, valuta-, energie-, klimaat- en grondstoffenmarkt.⁴² Bij een renteswap is dit zodoende de marktrente. Indien door een rentedaling de marktrente onder de vaste rente van het derivatencontract komt te liggen, krijgt het derivatencontract een negatieve marktwaarde voor de woningcorporatie. Op dat moment moet vanwege de margin calls een onderpand worden gestort.⁴³ Vanaf welk drempelbedrag van de negatieve marktwaarde een onderpand moet worden gestort hangt af van de treshold die de bank hanteert.⁴⁴

Door de stortingsverplichting, die ontstaat n.a.v. de negatieve marktwaarde van de derivaten, als gevolg van een daling van de vaste marktrente, kleeft een groot liquiditeitsrisico aan derivaten. De maximale omvang van de stortingsverplichting is namelijk niet altijd te voorspellen.⁴⁵ Het liquiditeitsrisico dat wordt gelopen hangt af van de basispunt -of procentpuntgevoeligheid van de derivatenportefeuille. De basispuntgevoeligheid geeft de verandering van de marktwaarde van de derivatenportefeuille weer op het moment dat de rente met één basispunt (0,01%) daalt of stijgt. De procentpuntgevoeligheid geeft de verandering van de marktwaarde van de derivatenportefeuille weer op het moment dat de rente met 1% daalt of stijgt.⁴⁶

Het probleem bij Vestia ontstond doordat De Vries via gestructureerde swaps op de korte termijn, door rentekortingen en premies via renteopties, de rentekosten van Vestia

⁴¹ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H7

⁴² HR 28-06-2019, nr. 18/03941, ECLI:NL:HR:2019:1046, RCR 2019/77, p. 3.2.

⁴³ Prof. mr. Dr. H. Beckman & C.J.N. Cools RA & H.P. de Haan RA & dr. N.G. de Jager & mr. S. Visser, 'Compendium voor de jaarrekening 7.6.3, financieel verslag', Actueel t/m 15-04-2021, aant. 48a.

⁴⁴ Verbraecken, 2014, blz. 81/82.

⁴⁵ HR 28-06-2019, nr. 18/03941, ECLI:NL:HR:2019:1046, RCR 2019/77, p. 3.2.

⁴⁶ Verbraecken, 2014, blz. 85/86.

drukte. Zo schafte De Vries bij Deutsche Bank derivaten aan tegen een vast rentepercentage. Echter, kreeg hij de toezegging dat het rentepercentage lager werd, indien de prestaties van het beleggingsfonds van Deutsche Bank beter waren. In deze indexgerelateerde derivaten zat een groot gokelement. Deze constructies zorgden voor een lagere rente op de korte termijn, maar schoven een enorm liquiditeitsrisico naar de toekomst. Dit kwam met name door de lange looptijden van de derivaten. De basispuntgevoeligheid werd enorm onderschat.⁴⁷ Thorbecke benoemt dan ook terecht dat het gevaar van derivaten met name erin zit dat een onderneming veel risico kan nemen, zonder veel geld in te leggen. Hiermee zorgen derivaten ervoor dat een investeerder veel meer dan zijn initiële investering kan verliezen. Deze verliezen komen uiteindelijk met name bij de aandeelhouders terecht.⁴⁸

De derivatenportefeuille van Vestia bedroeg op 31 december 2010 17,5 miljard euro bruto. Volgens De Vries had de portefeuille een basispuntgevoeligheid van vijf tot zeven. Dit betekent dat een daling van de marktrente met 1% leidt tot een extra marktwaardeverlies van 500 tot 700 miljoen euro. Dit bleek achteraf veel hoger te zijn. Bij zo'n stijging van de negatieve marktwaarde treedt de margin call in werking en moet vanuit de corporatie onderpand worden gestort aan de bank. Ter illustratie, blijkt uit kamerstukken 20453, nr. 449 dat in 2012 bij een twee procentpunt lagere vaste marktrente, vanwege de margin calls, een onderpandverplichting op sectorniveau ontstond van ongeveer 1,1 miljard euro.⁴⁹ Hieruit blijkt weer dat een enorm liquiditeitsrisico wordt gelopen in de toekomst.

Tegen dit liquiditeitsrisico kan een corporatie zich 'verdedigen'. Zo had De Vries naar aanleiding van de kredietcrisis en de daarmee samenhangende rentedaling van 3,5% naar 2% in december 2008 een aantal maatregelen getroffen. Ten eerste kunnen hogere drempels, ook wel thresholds genoemd, worden gesteld. Hiermee wordt bewerkstelligd dat pas bij een grotere negatieve marktwaarde van het derivaat een stortingsverplichting, als gevolg van de margin call, bij de bank wordt geëist. Ten tweede kan de liquiditeitsbuffer worden verhoogd door derivaten om te zetten in direct opeisbare tegoeden, zoals staatsobligaties. Tot slot is het mogelijk om negatief scorende derivaten te laten doorzakken. Hierbij verstrekt de bank een nieuwe lening aan de onderneming en neemt het rentederivaat over van de

⁴⁷ Verbraecken, 2014, blz. 93-95.

⁴⁸ W. Thorbecke, *'Financial derivatives: Harnessing the Benefits and Containing the Dangers, 1995'*, blz. 6/7.

⁴⁹ Prof. mr. Dr. H. Beckman & C.J.N. Cools RA & H.P. de Haan RA & dr. N.G. de Jager & mr. S. Visser, 'Compendium voor de jaarrekening 7.6.3, financieel verslag', Actueel t/m 15-04-2021, aant. 48a.

onderneming.⁵⁰ In een dergelijk geval wordt de variabele rente op de onderliggende lening dan ook op een hoger niveau vastgelegd en verdwijnt het derivaat.⁵¹ Het is overigens wel noodzakelijk dat een nieuwe financierder wordt gevonden die de nieuwe lening wil vastleggen tegen een vaste rente.⁵²

Een groter probleem bij derivaten zit in het systematic risk. Hiervan is sprake, indien de derivatenmarkt onvoldoende liquide is, derivatenhandelaren een te grote derivatenportefeuille hebben of derivaten tot financiële schokken op een andere markt leiden. Op dat moment kan de verstoring in de markt of in een onderneming doorwerken naar andere markten of ondernemingen.⁵³ Dit bleek eveneens uit de Vestia-affaire, waarbij het excessieve falende derivatenbeleid door de treasurer doorwerkte, en nog steeds doorwerkt, op de gehele corporatiesector.

2.2.2 Toezicht op corporaties t.a.v. derivatenposities

2.2.2.1 Intern toezicht corporaties

Het interne toezicht behoort bij corporaties door de Raad van Commissarissen te geschieden. In paragraaf 2.1 werd de rol van Erik Staal binnen Vestia en tevens de hele corporatiesector toegelicht. Staal dulde weinig controle op hem en op zijn organisatie. In 2008 gaf Staal bij een bijeenkomst van Kenniscentrum Stedelijke Vernieuwing in 2008 aan 'liever fouten te maken dan braaf de regeltjes te volgen'.⁵⁴ Een mooi voorbeeld hiervan kwam in 2006 al naar voren met betrekking tot het salaris van Staal. In dit jaar werd namelijk een sectorgrens ook wel de Balkenende-norm genoemd, op salarissen van 211.000 euro per jaar ingevoerd binnen de semipublieke sector. Het salaris van Staal was in dit jaar ruim 438.000 euro.⁵⁵ Deze onredelijke hoge vergoeding is een van de voorbeelden van het falende interne toezicht vanuit de Raad van Commissarissen van Vestia, die met name uit vriendjes van Staal bestond.⁵⁶ Zo liet de RvC zich slecht 1 keer per jaar met een PowerPointpresentatie toelichten over de moeilijke financiële producten die De Vries gebruikte om de rente te drukken.⁵⁷ Daarnaast

⁵⁰ J. Lemmens, T. Pater, D.G. Schraa, 'De fiscale gevolgen van de afwikkeling van interest rate swaps', WFR 2020/176, par. 4.

⁵¹ Verbraecken, 2014, blz. 90/91.

⁵² Verbraecken, 2014, blz. 190.

⁵³ W. Thorbecke, 'Financial derivatives: Harnessing the Benefits and Containing the Dangers', 1995, blz. 7/8

⁵⁴ Verbraecken, 2014, blz. 55.

⁵⁵ Trouw, 'Minister: Vestia aan zet om salaris directeur', Trouw.nl, 11 juli 2006.

⁵⁶ Verbraecken, 2014, blz. 109-112.

⁵⁷ Verbraecken, 2014, blz. 118/119.

werd door Staal en De Vries tegen de RvC gezegd dat het treasurystatuut werd nageleefd en door externe adviseurs, zoals het onderzoek van Deloitte in 2009 naar de juistheid van de waarderingwijze van de derivaten, tegen de RvC aangegeven dat alles oké was.⁵⁸

Het voorgaande voorbeeld indiceert niet het enige falen van de Raad van Commissarissen van Vestia. Onlangs is in de rechtszaak van Vestia tegen Erik Staal met betrekking tot de reparatie-uitkering van 3,5 miljoen euro die Staal eind januari 2012 meekreeg na zijn ontslag besloten dat Erik Staal de vergoeding niet hoeft terug te betalen.⁵⁹ Erik Staal kreeg deze vergoeding mee, omdat het pensioen van Staal op 28 januari 2010 was omgezet in een eindloonregeling door de RvC.⁶⁰ Overigens, heeft de rechtbank Rotterdam op 5 maart 2020 wel besloten dat Staal 2 jaar de cel in moest voor het verduisteren van geld via stichting HASA.⁶¹

2.2.2.2 Extern toezicht corporaties

Het externe toezicht op corporaties werd tot 2012 gedaan door het WSW, het CFV en het ministerie van VROM. Het WSW is het borgingsinstituut dat ervoor zorgt dat via garantiestellingen de corporaties goedkoper op de markt terechtkunnen voor krediet. Ze keken naar de liquiditeitspositie van corporaties. Zo kon het WSW enerzijds als hulpmiddel liquiditeitstekorten voor corporaties oplossen en anderzijds als strafmiddel boetes geven of borging weigeren aan corporaties.⁶² Het WSW zag zichzelf als een soort certificeringsinstantie voor financiële producten van corporaties, maar had eigenlijk onvoldoende kennis om de derivaten bij te benen. Voor de kennis vertrouwden ze op De Vries en 'in ruil' hoefde Vestia bijna geen informatie te geven over de 'nieuwe' derivaten. Daarnaast wilde de WSW Vestia niet in de weg staan, omdat ze enorm veel bouwden. Eigenlijk had Vestia een soort machtspositie tegenover de 'toezichthouder' WSW ontwikkeld.⁶³

Het CFV was sinds 2008 financieel toezichthouder over corporaties. Zij keken echter vooral naar de vermogenskant en hielden zodoende niet echt toezicht op de liquiditeitsrisico's. Het CFV had geen hard strafmiddel achter de hand en kon als hulpmiddel alleen de

⁵⁸ Verbraecken, 2014, blz. 97.

⁵⁹ AD, 'Oud-Topman Vestia mag vertrekpremie van 3,5 miljoen houden', AD.nl, 3 september 2014.

⁶⁰ Verbraecken, 2014, blz. 113.

⁶¹ Het Parool, 'Twee jaar cel voor oud-topman Vestia om fraude', Parool.nl, 5 maart 2020.

⁶² Verbraecken, 2014, blz. 140/141.

⁶³ Verbraecken, 2014, blz. 134/135.

saneringsheffing inroepen.⁶⁴ Bij deze saneringsheffing kon het CFV langs andere corporaties die maximaal 1% van gerealiseerde jaarhuuropbrengst, dit werd later 5%, moesten inleggen om te zorgen dat andere corporaties niet ten onder zouden gaan.⁶⁵ Het ministerie hield daarnaast nog via het rechtmatigheidstoezicht in de gaten of er voldoende gebouwd werd. Zij baseerden hun mening echter vooral op de verslaggeving vanuit het CFV.⁶⁶

2.2.2.3 *Huige regels toezicht corporaties*

De nieuwe woningwet werd op 11 december 2014 aangenomen en de herziene Woningwet werd zodoende op 1 juli 2015 van kracht. Het ILT en CFV gaan op in de Autoriteit Woningcorporaties (AW), die integraal toezicht gaat houden op de toegelaten woningcorporaties. Daarnaast komt het WSW onder toezicht van de Minister te staan en gaat de saneringstaak op zich nemen.⁶⁷

De woningwet wordt het nieuwe uitgangspunt van de controlerende instellingen. Het doel is dat woningcorporaties teruggaan naar hun kerntaak. In de wet is expliciet opgenomen dat een woningcorporatie zorgdraagt voor een sobere en doelmatige bedrijfsvoering.⁶⁸ Woningcorporaties mogen slechts diensten van algemeen economisch belang (DAEB) verrichten, tenzij uit de markttoets blijkt dat marktpartijen geen interesse hebben in het uitvoeren van de niet-DAEB dienst.⁶⁹ Daarnaast moeten financiële risico's zoveel mogelijk gemitigeerd worden en is het speculeren met derivaten voor woningcorporaties geheel uitgesloten.⁷⁰ Naast dat speculeren met ingewikkelde producten geheel uitgesloten is zijn derivaten met een looptijd van langer dan 10 jaar eveneens verboden.⁷¹

2.3 De ondergang van Vestia

De liquiditeitsrisico's die aan derivaten verbonden zaten werden met de kredietcrisis van december 2008 duidelijk toen de rente van 3,5% naar 2% daalde. De Vries trof maatregelen

⁶⁴ Verbraecken, 2014, blz. 142.

⁶⁵ Verbraecken, 2014, blz. 237.

⁶⁶ Verbraecken, 2014, blz. 145.

⁶⁷ Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties, 'In vogelvlucht, de woningwet 2015, nieuwe spelregels voor de sociale huursector', 17-03-2015, par. 6.

⁶⁸ Artikel 55 lid 1 woningwet

⁶⁹ Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties, 'In vogelvlucht, de woningwet 2015, nieuwe spelregels voor de sociale huursector', 17-03-2015, par. 1 & 2.

⁷⁰ Artikel 55a lid 1 woningwet: 'De toegelaten instelling voert een zodanig financieel beleid en beheer, dat haar financiële continuïteit niet in gevaar wordt gebracht.'

⁷¹ NOS, 'Speculatie corporaties aan banden', NOS.nl, 31 augustus 2012.

door effecten liquide te maken, derivaten door te laten zakken en margin calls te verhogen. Vanaf eind 2010 ging de rente echter weer stijgen en op 11 april 2011 was de tienjaarsrente zelfs op zijn hoogste punt van 3,74%. De Vries ging opnieuw investeren in nieuwe soorten derivaten, zoals payer swaps, receiver swaptions en cancellable swaps. De gemiddelde rente voor Vestia bedroeg 3,42% in mei 2011, tegenover 4,43% bij corporaties en 4,6% landelijk.⁷²

Het sprookjesboek van De Vries leek weer open te zijn geslagen, totdat in augustus 2011 de rente opnieuw begon te dalen. Hierbij kwam kijken dat op 15 augustus vanuit het CFV werd aangegeven dat Vestia geen nieuwe faciliteringsruimte kreeg. Door de alsmaar dalende rente bleek dat het tekort aan te storten margin calls van Vestia op 12 september 2011 was opgelopen tot 1 miljard euro. Het WSW verleende op 13 september 2011 nog 400 miljoen faciliteringsruimte en Vestia kreeg maximaal 1,05 miljard noodfaciliteit ter dekking van liquiditeitstekorten vanuit het WSW en de gemeenten Den Haag en Rotterdam.⁷³

Het idee was om Vestia zelf de chaos te laten oplossen. Zodoende ging de Vries eind 2011 wanhopig derivaten naar de toekomst schuiven en sloot derivaten af die pas over tientallen jaren zouden ingaan. Toen echter uit een onderzoek van Cardano bleek dat de derivatenportefeuille van Vestia eind 2011 een omvang had van rond de 20 miljard euro en de derivatenportefeuille van Vestia eind 2010 al voor 42% uit derivaten bestond die pas 10 jaar later in werking zouden gaan⁷⁴, moest harder worden ingegrepen.⁷⁵

2.3.1 Voordat de buitenwereld wist van het schandaal

Vanaf 28 november 2011 stond Vestia onder verscherpt toezicht vanuit de CFV. Daarnaast moesten het WSW en CFV samen met een herstelplan komen. Uit het rapport van Cardano van 9 december 2011 bleek dat een daling van de marktrente van 1% zou leiden tot een stijging van de negatieve marktwaarde van 2 miljard naar 4 miljard. In dat geval zou Vestia een stortingsverplichting van 2,4 miljard euro als gevolg van de margin calls hebben.⁷⁶

Als reactie hierop gaf Daphne Braal van het CFV op 13 december 2011 aan dat een kortetermijn crisisplan moest worden opgesteld. Het probleem was echter dat Vestia geen ministeriële aanwijzing of onderbewindstelling kon krijgen. Vanuit het principe van market-

⁷² Verbraecken, 2014, blz. 151.

⁷³ Verbraecken, 2014, blz. 159.

⁷⁴ Zie casusbeschrijving Ministerie 14 oktober 2011.

⁷⁵ Verbraecken, 2014, blz. 161.

⁷⁶ Verbraecken, 2014, blz. 174.

to-market-risico zouden de banken alle contracten uit de derivatenportefeuille kunnen ontbinden. Dit zou 2 miljard euro kosten. Daarnaast zouden de onderliggende leningen in zo'n situatie opeisbaar worden. Dit zou 5 miljard euro kosten.⁷⁷ In Bijlage 1 is een overzicht opgenomen van alle derivatenposities van Vestia en de betrokken banken in december 2011.

Op 16 december 2011 werden alle contracten van Vestia met de banken aan het ministerie bezorgd. Daarnaast gaf het ministerie in een brief aan dat Staal in strijd had gehandeld met het toezichtinstrumentarium van art. 70d Woningwet en er een nieuwe RvC moest worden aangesteld.⁷⁸ Vestia moest gered worden door een doorzakoperatie met een nominale waarde van 1,8 miljard euro. Tevens, werden er eisen gesteld aan het liquiditeitsrisico, de verkoop van bepaalde obligaties en de organisatie en governance van Vestia. Op financieel terrein kon het CFV via de saneringsheffing 125 miljoen euro ophalen en het WSW3 ,4 miljard euro via obligo's⁷⁹. Ook werd op 23 december 2011 door de Waterschapsbank 200 miljoen euro en door Bank Nederlandse Gemeenten 350 miljoen euro op de rekening van het WSW gestort.⁸⁰

2.3.2 Nadat de buitenwereld wist van het schandaal

De interventie maatregelen van het WSW, de CFV en het Ministerie bleken onvoldoende. Eind januari 2012 daalde de rente op 10-jarige leningen naar 2% en rente op 30-jarige leningen naar 2,35%. De nominale waarde van de derivatenportefeuille van Vestia bedroeg 20 miljard met een negatieve marktwaarde van 2,6 miljard. Op 26 januari 2012 werd Staal verzocht 'vrijwillig' af te treden en vervolgens werd op 30 januari 2012 ook het eerste bericht van de Vestia affaire openbaar gepubliceerd door het FD.⁸¹

Vanaf dit punt werd alles omgegooid binnen Vestia. Het bestuur en de RvC werden op de schop genomen, er werd een investeringsstop aangekondigd, de doorzakoperatie werd als hoogste prioriteit op de planning gezet en op 6 februari 2012 werd een stuurgroep opgezet voor de afbouw van de derivaten. Op 21 februari 2012 gaf WSW 1,8 miljard nieuwe faciliteringsruimte aan Vestia voor nieuwe leningen en herfinancieringen voor het doorzakken

⁷⁷ Verbraecken, 2014, blz. 173.

⁷⁸ Verbraecken, 2014, blz. 176.

⁷⁹ Obligo's zijn beperkte onderlinge garantstellingen door andere corporaties als één corporatie onderuit dreigt te gaan.

⁸⁰ Verbraecken, 2014, blz. 186/187.

⁸¹ Verbraecken, 2014, blz. 195/196.

van derivatenportefeuille. De negatieve marktwaarde werd met de doorzakoperatie verlaagd van 2 miljard naar 1,3 miljard en het liquiditeitsrisico verminderde hiermee met 500 miljoen.⁸²

Een ander belangrijk aspect dat begin februari 2012 naar voren kwam was de rol van Arjan Greeven in de Vestia-affaire. Greeven zat sinds 2003 samen met Leroy van Dijk bij Fifa-Finance.⁸³ Vanaf 2004 ging Vestia ook de diensten van Fifa-Finance gebruiken. De Vries kocht via Greeven swaptions aan bij de Fortis-bank. Dit was de eerste bank in Nederland die swaptions aanbood. Dit was voor Greeven interessant, omdat op deze swaptions premies konden worden verdiend.⁸⁴ Vanaf dit moment ging Greeven als introducing broker voor Vestia fungeren. Hij zei tegen de banken wat Vestia wilde en vervolgens De Vries deed zelf zaken met de banken. Greeven kreeg van de bank een commissie voor het afsluiten van het derivaat van de bank en betaalde deze vervolgens (deels) door aan De Vries. Daarnaast betaalden de banken een courtage aan Fifa-Finance, waarvan De Vries overigens later ook een aandeel wilde.⁸⁵ Toen Greeven op 30 januari 2012 hoorde dat het derivatenschandaal bij Vestia naar buiten was gekomen begon het heet onder zijn voeten te worden. Op 8 februari 2012 stapte hij dan ook naar justitie.⁸⁶

Tot april 2012 zou er voor de rest niet veel verbetering zitten in de afbouw van de derivatenportefeuille. Het herstelplan werd op 16 maart 2012 opnieuw worden afgekeurd en de banken wilden niet meewerken aan de afbouw van de derivatenportefeuille, omdat zij wisten dat er met het WSW een stevig borgings -en achtervangstelsel bestond voor de corporaties, waardoor het kredietrisico voor de banken werd beperkt. Op 19 maart 2012 werd wel door de stuurgroep bepaald dat door accountant KPMG onterecht de kostprijs-hedge-accounting waarderingmethode (KPHA) voor swaptions was gebruikt. Onder de KPHA-methode wordt een derivaat niet gewaardeerd op de balans, omdat de kostprijs 0 is. Het verschil in rentelast komt volgens de in jaarrekening in W/V-rekening terecht. Deze methode mag echter alleen worden toegepast als het derivaat het risico van de afgedekte positie voldoende vermindert. Bij swaptions wordt helemaal geen risico afgedekt en mag zodoende de KPHA-methode niet worden gehanteerd.⁸⁷

⁸² Verbraecken, 2014, blz. 205.

⁸³ Verbraecken, 2014, blz. 217.

⁸⁴ Verbraecken, 2014, blz. 219.

⁸⁵ Verbraecken, 2014, blz. 222.

⁸⁶ Verbraecken, 2014, blz. 214.

⁸⁷ Verbraecken, 2014, blz. 208.

Uiteindelijk deed het Om en de FIOD op 10 april 2012 huiszoeken bij Marcel de Vries, Erik Staal en Kees Wevers. Op 13 april 2012 werd voor 9,4 miljoen euro beslag gelegd op de bezittingen van De Vries en hij werd tevens in beperking gestopt tot 15 juni 2012.⁸⁸ Daarnaast werd Greeven nadat hij naar justitie was gestapt eveneens verdacht van omkoping, witwassen en belastingfraude.⁸⁹

2.3.3 De strijd tegen de banken

Het grootste probleem in het laten inkrimpen van de derivatenportefeuille van Vestia bleef dat de banken niet wilden meewerken. Het kredietrisico voor de banken was beperkt, omdat het WSW als waarborgingsfonds achter Vestia zat. Daarnaast konden de banken zich beroepen op de eventclause en naar juridische middelen grijpen indien de derivaten in één klap vrij zouden vallen. Een niet-kredietwaardigheidsverklaring van Vestia was eveneens niet mogelijk, omdat de banken dan het WSW persoonlijk kon aanspreken op haar obligo's.⁹⁰ De negatieve marktwaarde van de derivatenportefeuille van Vestia was in april 2012 echter nog steeds 2,5 tot 3 miljard euro en had een rentegevoeligheid van 1,7 tot 2,1 miljard euro extra negatieve marktwaarde bij een rentedaling van 1%, ofwel 100 procentpunten.⁹¹

De banken gingen echter ook inzien dat een close-out, in het geval van een faillissement van Vestia, eveneens niet voordelig was voor henzelf. Een close-out gebeurt meestal na een event, zoals een default. Een default betekent dat een partij niet aan zijn verplichting kan voldoen, zoals bij een faillissement. Bij de close out worden de derivatencontracten vernietigd en worden de openstaande posities 'marked to market'.⁹² Marked to market is een manier om de fair-value van een fluctuerend instrument te bepalen.⁹³ Voor de banken zou dit ongunstig zijn, omdat de close-out zou leiden tot een verstoring van de markt.⁹⁴ De banken zouden namelijk allemaal met hun positie de markt op te gaan op het moment dat Vestia zou omvallen. De banken zouden op dat moment de

⁸⁸ Verbraecken, 2014, blz. 210.

⁸⁹ Verbraecken, 2014, blz. 215.

⁹⁰ Zie brief WSW 18 april 2012.

⁹¹ Verbraecken, 2014, blz. 234.

⁹² J.B. Maverick, 'Payment Netting vs. Close-Out Netting: What's the Difference?', Investopedia, 26 juni 2019.

⁹³ Alicia Tuovila, 'Market to Market', Investopedia, 7 maart 2021.

⁹⁴ Verbraecken, 2014, blz. 234.

ongeborgde financiering van 1,5 miljard euro tekortkomen.⁹⁵ Daarnaast zou het voor hen imagoschade opleveren indien uit zou komen dat ze betrokken waren bij dit schandaal.⁹⁶

In mei 2012 werd eindelijk tegenstand door de instanties en Vestia tegen de banken geboden. Gerard Erents van het WSW gaf in een interview met het FD op 8 mei 2012 aan dat de derivatendealers van banken *'racefietsen aan een rolstoelpatiënt verkochten'*.⁹⁷ Hiermee werd naar De Vries gerefereerd als 'de rolstoelpatiënt'. Daarnaast ging de RvC op 15 mei 2012 akkoord met een pos/neg-verklaring aan het WSW. Hiermee werd toegezegd dat andere schuldeisers dan WSW geen voorrang zouden krijgen bij het vestigen van het recht op hypotheek. Hiermee werd voorkomen dat banken beslag zouden kunnen leggen op het vastgoed Vestia.⁹⁸

21 mei 2012 werd uiteindelijk D-day voor Vestia. Van de banken werd geëist dat ze 30% zouden bijdragen aan de negatieve marktwaarde van de derivaten, dit was in totaal 2,5 miljard, dat de margin call betaling zouden worden stilgezet en er werd een standstill afgekondigd. Dit laatste betekent dat de derivatenportefeuille zou worden vastgeklikt. Toen de banken aangaven dat ze het niet eens waren met deze deal vertelde Erents dat het WSW 1 minuut voor de vergadering hypotheek had gevestigd op het meeste Vestia vastgoed. Op 25 mei 2012 werd het akkoord getekend.⁹⁹

Op 18 juni werd met 10 van de 12 betrokken banken een akkoord gesloten. De rente op 30-jarige staatsobligaties bedroeg op dit moment 1,7% en de negatieve marktwaarde van de derivatenportefeuille van Vestia was opgelopen tot 2,7 miljard euro. Het akkoord zag op het verdelen van negatieve marktwaarde, inclusief de kosten van unwinding.¹⁰⁰ Unwinden betekent dat een derivaat tussentijds direct wordt afgewikkeld.¹⁰¹ De close-out amount voor de banken bedroeg 1,9 miljard euro. Dit betekende dat de banken 800 miljoen euro op de deal 'verloren'. Van de 1,9 miljard euro was al 1,3 miljard gestort. Het CFV had het maximum van 1% voor de saneringsbijdrage bijgesteld naar 5%. De overige 675 miljoen euro van de close-out werd zodoende voor 574 miljoen vanuit de saneringsbijdrage betaald en moest voor

⁹⁵ Verbraecken, 2014, blz. 249.

⁹⁶ Verbraecken, 2014, blz. 234.

⁹⁷ Hans Verbraecken en Elisa Hermanides, 'Puinruimer bij corporatie Vestia: banken medeschuldig aan drama', 8 mei 2012.

⁹⁸ Verbraecken, 2014, blz. 239.

⁹⁹ Verbraecken, 2014, blz. 244.

¹⁰⁰ Verbraecken, 2014, blz. 247.

¹⁰¹ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, par. 3.3.4.

101 miljoen door Vestia zelf betaald worden. Dit bedrag leende Vestia en het WSW stond garant.¹⁰²

2.4 Conclusie

Erik Staal wist als alleenheerser van Vestia de organisatie tot de grootste woningcorporatie van Nederland in 2010 te maken. Deze prestatie was onder andere te danken aan zijn treasurer Marcel De Vries. De Vries sloot via zijn introducing broker Arjan Greeven rentederivaten af voor Vestia. Deze rentederivaten zijn in eerste instantie onschuldig. Hiermee kan namelijk de rente op de onderliggende variabelrentende lening op een bepaald niveau worden vastgelegd. De corporatie dekt op deze manier het renterisico van een variabelrentende lening af. Echter, kunnen deze derivaten ook gebruikt worden om te speculeren en om de rente van een organisatie te drukken. De keerzijde van deze 'tweede functie' van derivaten is dat een groter liquiditeitsrisico wordt gelopen. Indien de marktrente daalt, betaalt een organisatie, doordat zij nog steeds de rente betaalt die is vastgezet met het rentederivaat, meer rente dan de marktconforme rente. Hierdoor ontstaat een negatieve marktwaarde van het derivaat. Het liquiditeitsrisico ontstaat doordat de banken een onderpand, ook wel margin genoemd, vragen wanneer een derivaat een negatieve marktwaarde krijgt.

Door het falende toezicht vanuit de WSW, het CFV, het Ministerie en de RvC van Vestia, een treasurer die 'als een kind in een snoepwinkel' derivaten afsloot bij banken, een megalomane baas en een rente die vanaf december 2008 alsmaar bleef dalen, hebben de rentederivaten Vestia uiteindelijk de kop gekost. De basispuntgevoeligheid van de derivatenportefeuille was op een gegeven moment zo groot dat de onderpandbetalingen aan de banken voelden als 'dweilen met de kraan open'. Nadat op 30 januari 2012 het nieuws van de 'Vestia-affaire' naar buiten kwam, werd op 18 juni 2012 een akkoord met de banken gesloten over de afkoop van de derivatenportefeuille. Tot de dag van vandaag heeft de corporatiesector last van de onkunde van Vestia over dit soort ingewikkelde financiële producten.

¹⁰² Verbraecken, 2014, blz. 247.

Hoofdstuk 3 Fiscale behandeling van woningcorporaties

Deze scriptie richt zich op de fiscale behandeling van derivaten bij woningcorporaties. Voordat de fiscale behandeling van derivaten onder de loep kan worden genomen is het zodoende van belang dat de fiscale behandeling van woningcorporaties wordt toegelicht. Zoals aangegeven in hoofdstuk 2, worden rentederivaten binnen woningcorporaties gebruikt om de renterisico's van de onderliggende lening af te dekken. Het afdekken van renterisico's is een belangrijk aspect voor de treasuryafdeling van een woningcorporatie. Echter, is het voor andersoortige lichamen eveneens goed voor te stellen dat zij andersoortige derivaten gebruiken om de bij dat lichaam aanwezige risico's, zoals valutarisico's of prijsrisico's van goederen, in te dekken.

De toelichting van wat woningcorporaties zijn en de fiscale behandeling van deze lichamen is zodoende ten eerste van belang, omdat de fiscale behandeling van andersoortige derivaten of voor andere lichamen mogelijk anders is dan voor rentederivaten bij woningcorporaties. Het tweede belang van de toelichting van woningcorporaties in dit hoofdstuk is dat onderscheid kan worden gemaakt tussen derivaten die worden gehouden ter dekking van renterisico's en derivaten die puur speculatief worden aangehouden. Het afsluiten van derivaten die een renterisico afdekken past binnen de 'normale bedrijfsvoering' van een woningcorporatie. Het afsluiten van derivaten die niet dienen ter dekking van een renterisico en zodoende speculatief worden gehouden, past niet binnen de normale bedrijfsvoering van een woningbouwcorporatie. In deze scriptie wordt slechts ingegaan op de risico-afdekkende rentederivaten bij woningcorporaties. In dit hoofdstuk zal dan ook uiteen worden gezet wat de normale bedrijfsvoering van een woningcorporatie precies inhoudt. Vervolgens wordt toegelicht waarom een toelichting van de normale bedrijfsvoering van woningcorporaties fiscaal van belang is.

3.1 Woningcorporaties

3.1.1 Oorsprong

De oorsprong van woningcorporaties in Nederland ligt bij de eerste woningbouwverenigingen in 1852 uit Amsterdam en Arnhem. De aanleiding voor het opzetten van de corporaties was dat, vanuit de liberale opvatting van die tijd, werd ingezien dat huisvesting noodzakelijk was voor economische ontwikkeling.¹⁰³ In 1902 werd de eerste woningwet aangenomen. Hierin

¹⁰³ J. Veuger, 'Materieel Immaterieel, Besturing van woningcorporaties in samenhang met maatschappelijke waarden', januari 2014, par. 2.1.1

stond onder andere dat de overheid financiële steun zou verlenen voor de gebouwde en ruimtelijke structuur en dat de niet-kostprijs dekkende huur zou worden geïntroduceerd.¹⁰⁴ In de jaren 20 en 30 kwam steeds meer bemoeienis vanuit de overheid. Er ontstonden eveneens steeds meer gemeentelijke woningbedrijven.¹⁰⁵ De overheidsbemoeienis nam met het economische herstel na de tweede wereldoorlog nog meer toe.¹⁰⁶ Hierbij werden woningcorporaties ingezet om samen met het ministerie van Volkshuisvesting betaalbare huurwoningen te realiseren.¹⁰⁷ Na het Besluit geldelijke Steun Volkshuisvesting in 1975 kwam in de jaren 80 het idee naar boven om gemeentelijke woningbedrijven af te bouwen. Dit leidde na de in 1998 verschenen ontwerpnota Volkshuisvesting in de jaren 90, van staatssecretaris Heerma, tot decentralisatie, deregulering, liberalisatie en verzelfstandiging van corporaties. De woningcorporaties kwamen onder het toezicht van het WSW en CFV te staan.¹⁰⁸ In 2014 werd uiteindelijk een parlementaire enquête gehouden voor verscherpt toezicht. Dit heeft geleid tot een aanpassing van de Woningwet, zoals die vandaag de dag geldt.¹⁰⁹

Uit de vorige alinea blijkt dat woningcorporaties in de loop der tijd telkens zijn veranderd van een als publieke instelling kwalificerend lichaam naar een zelfstandig lichaam. Onder het huidige regime kwalificeert een vereniging of stichting die volgens de Woningwet is aangewezen als toegelaten instelling als woningcorporatie.¹¹⁰ Van oudsher wordt een woningcorporatie gezien als lichaam dat werkzaamheden verricht voor het maatschappelijk belang. Deze toegelaten instelling wordt volgens de woningwet dan ook geacht werkzaamheden te verrichten die in het belang van de volkshuisvesting zijn.¹¹¹ Hier is zodoende sprake van een soort hybride lichaam dat zelfstandig taken verricht ten behoeve van de publiek sector. Aangezien woningcorporaties taken vervullen die in het publiekelijk belang zijn wordt gesproken van semipublieke instellingen.

¹⁰⁴ J. Veuger, 'Materieel Immaterieel, Besturing van woningcorporaties in samenhang met maatschappelijke waarden', januari 2014, par. 2.1.2

¹⁰⁵ J. Veuger, 'Materieel Immaterieel, Besturing van woningcorporaties in samenhang met maatschappelijke waarden', januari 2014, par. 2.1.3

¹⁰⁶ J. Veuger, 'Materieel Immaterieel, Besturing van woningcorporaties in samenhang met maatschappelijke waarden', januari 2014, par. 2.1.5

¹⁰⁷ Prof. mr. A.A. Van Velten, 'Privaatrechtelijke aspecten van onroerend goed (AN nr. 120) 2018/8.5.4', 01-05-2018.

¹⁰⁸ J. Veuger, 'Materieel Immaterieel, Besturing van woningcorporaties in samenhang met maatschappelijke waarden', januari 2014, par. 2.1.6

¹⁰⁹ Prof. mr. A.A. Van Velten, 'Privaatrechtelijke aspecten van onroerend goed (AN nr. 120) 2018/8.5.4', 01-05-2018.

¹¹⁰ Artikel 19 WonW.

¹¹¹ Prof. dr. J.L. Van de Streek, 'Cursus Belastingrecht Vpb.1.0.3.G.a.', actueel t/m 09-03-2021.

3.1.2 Belastingplicht woningcorporaties in de VPB

Tot 2006 gold een volledige vrijstelling volgens artikel 5 lid 1 onderdeel d wet VPB.¹¹² Dit artikel kwam te vervallen. In de periode tussen 2006 en 2007 gold een partiële belastingplicht voor toegelaten instellingen, waarbij slechts een vrijstelling bestond voor de kernactiviteiten van een woningcorporatie.¹¹³ In deze periode werd getracht een scheiding te maken in de heffing van de sociale en commerciële activiteiten. Dit werd echter vervangen door de eenzijdige belastingplicht uit de vaststellingsovereenkomst *Belastingplicht Woningcorporaties* (hierna: VSO). In deze VSO zijn regels opgenomen omtrent de winstberekening, vennootschapsbelasting, de openingsbalans en projectontwikkeling voor woningcorporaties.¹¹⁴ Volledigheidshalve, is het goed om op te merken dat voor de periode 2006-2007 een andere VSO wordt gehanteerd dan voor de periode na 2009.¹¹⁵

Stichtingen en verenigingen zijn belastingplichtig voor zover zij een onderneming drijven.¹¹⁶ Dit betekent normaliter dat per activiteit moet worden getoetst of een onderneming wordt gedreven. Dit werd echter onwenselijk geacht bij woningcorporaties. Zodoende betalen woningcorporaties sinds 2008 vennootschapsbelasting over alle activiteiten.¹¹⁷ In artikel 2 lid 1 onderdeel d wet VPB is geregeld dat stichtingen en verenigingen die kwalificeren als toegelaten instelling, ergo woningcorporaties, subjectief belastingplichtig zijn.¹¹⁸ Daarnaast wordt een woningcorporatie volgens artikel 2 lid 5 wet VPB geacht haar onderneming te drijven met behulp van haar gehele vermogen. De gedachte hierachter is dat de activiteiten van een woningcorporatie in zijn algemeenheid als ondernemingsactiviteiten kunnen worden beschouwd.¹¹⁹

¹¹² J Prof. dr. J.L. Van de Streek, 'Cursus Belastingrecht Vpb.1.0.3.G.a.', actueel t/m 09-03-2021.

¹¹³ Prof. dr. J.L. Van de Streek, 'Cursus Belastingrecht Vpb.1.0.3.G.b&c', actueel t/m 09-03-2021.

¹¹⁴ J. Veuger, 'Materieel Immaterieel, Besturing van woningcorporaties in samenhang met maatschappelijke waarden', januari 2014, par. 2.1.2 2.2.1: zie Belastingdienst (2009), *Belastingplicht Woningcorporaties: vaststellingsovereenkomst 2*. Den Haag: Belastingdienst; Hilversum: Aedes.

¹¹⁵ Zie brief Staatssecretaris van Financiën van 29 januari 2009, nr. DGB2009/466U, V-N 2009/10.3.

¹¹⁶ Artikel 2 lid 1 onderdeel e wet VPB

¹¹⁷ J. Veuger, 'Materieel Immaterieel, Besturing van woningcorporaties in samenhang met maatschappelijke waarden', januari 2014, par. 2.1.2.

¹¹⁸ Kamerstukken II 2007/08, 31 205, nr. 3, p. 62.

¹¹⁹ Prof. dr. J.L. Van de Streek, 'Cursus Belastingrecht Vpb.1.0.3.G.a.', actueel t/m 09-03-2021.

3.2 Normale bedrijfsvoering woningcorporaties

Met betrekking tot de bedrijfsvoering van woningcorporaties is in de woningwet opgenomen dat een woningcorporatie zorgdraagt voor een sobere en doelmatige bedrijfsvoering.¹²⁰ Daarnaast worden regels gesteld omtrent het financiële beleid van een woningcorporatie. Zo dient een woningcorporatie een zodanig financieel beleid en beheer te voeren, dat haar financiële continuïteit niet in gevaar wordt gebracht. Tevens moeten in een reglement regels worden opgesteld omtrent de grenzen van het risico van het financiële beleid en wanneer de financiële continuïteit in gevaar komt.¹²¹

Opgesomd, valt mijns inziens onder de ‘normale bedrijfsvoering’ van een woningcorporatie dat een sobere en doelmatige bedrijfsvoering wordt gevoerd en een financieel beleid wordt opgesteld waaruit blijkt dat deze geen excessieve functie binnen de onderneming inneemt en geen onnodig risico wordt gelopen. In de komende paragrafen zal gekeken worden wat hier precies mee wordt bedoeld.

3.2.1 Sobere en doelmatige bedrijfsvoering

Eén van de verplichtingen van een woningcorporatie bestaat uit de verslaggevingsregels. Zo moet het bestuur van een woningcorporatie jaarlijks de RvT op de hoogte stellen van de financiële risico's¹²² en een bestuursverslag opstellen.¹²³ Daarnaast moet het bestuur een jaarverslag maken voor de AW en WSW, bestaande uit een jaarrekening en volkshuisvestingsverslag. In dit volkshuisvestingsverslag dient sinds 1 januari 2017 het reglement van het financieel beleid, zoals beschreven in paragraaf 3.2.2 van deze scriptie, en beheer te staan.¹²⁴ Het toezicht op de corporaties wordt gedaan door de minister van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties, dit was vroeger de VROM, en de AW.¹²⁵

De tweede verplichting voor woningcorporaties is dat de saldi bestemd moeten zijn voor werkzaamheden op het gebied van volkshuisvesting.¹²⁶ Indien met het vastgoed een maatschappelijke functie wordt vervuld, mag de woningcorporatie volkshuisvestelijke middelen inzetten. In de VSO is een lijst opgenomen van gebouwen waarvan het ministerie

¹²⁰ Artikel 55 lid 1 WonW.

¹²¹ Artikel 55a lid 1/2 WonW.

¹²² Art. 32 lid 2 WonW.

¹²³ Art. 36 WonW.

¹²⁴ Art. 36a WonW.

¹²⁵ HR 13-01-2012, nr. 10/03464, BQ0525, BNB 2012/89, p. 5.2

¹²⁶ HR 13-01-2012, nr. 10/03464, BQ0525, BNB 2012/89, p. 5.2

van VROM en de Belastingdienst in 2009 aangaven dat bij zulke gebouwen een duidelijke richting wordt aangegeven dat een maatschappelijke functie wordt vervuld.¹²⁷ Hieruit kan mijns inziens worden opgemaakt dat werkzaamheden ten behoeve van maatschappelijk vastgoed als sober en doelmatig kunnen worden beschouwd en zodoende onder de normale bedrijfsvoering van een woningcorporatie vallen.

In 2007 gaf Vlak aan dat onder maatschappelijk vastgoed valt: *'Alle vastgoed dat blijkens zijn bestemming of gebruik het uitvoering geven aan – als zodanig door de samenleving geïdentificeerde – publieke functies fysiek mogelijk maakt'*.¹²⁸ Het uitvoering geven aan een publieke functie is uiteraard een veelomvattend begrip. Echter, is volgens artikel 22 van de Grondwet de *'bevordering van voldoende woongelegenheden voorwerp van zorg der overheid'*. Het verschaffen van voldoende woongelegenheden is zodoende een publieke functie waarvan woningcorporaties de uitvoering op zich hebben genomen. Overig maatschappelijk vastgoed, zoals buurthuizen en bibliotheken, mogen slechts worden aangehouden door woningcorporaties indien deze in de buurt van de huurwoningen van de corporatie zijn gevestigd. Volledigheidshalve, is het goed om op te merken dat een woningcorporatie in een jaar maximaal 10% van haar investeringen mag gebruiken voor commerciële verhuuren.¹²⁹ Hierbij gaat het overigens nog steeds om maatschappelijk vastgoed.¹³⁰

Uit de Woningwet blijkt dat met het bieden van woongelegenheden door woningcorporaties veelal wordt bedoeld op het bouwen en beheren van betaalbare huurwoningen. Zo worden restricties voorgeschreven aan de gemiddelde huurprijs van woningcorporaties¹³¹ en moeten woningcorporaties minimaal 80% van de huurwoningen toewijzen aan huurders met een inkomen van maximaal 40.024 euro per jaar.¹³² Hier wordt dan ook duidelijk dat een *woningcorporatie een toegelaten instelling is om woningen te bouwen voor de sociaal zwakkeren*.¹³³ De sobere en doelmatige bedrijfsvoering van een woningcorporatie lijkt dan ook alle activiteiten te omvatten die bijdragen aan de publieke

¹²⁷ J. Veuger, 'Materieel Immaterieel, Besturing van woningcorporaties in samenhang met maatschappelijke waarden', januari 2014, par. 3.2.

¹²⁸ J. Veuger, 'Materieel Immaterieel, Besturing van woningcorporaties in samenhang met maatschappelijke waarden', januari 2014, par. 3.2.

¹²⁹ Art. 49 lid 1 b WonW.

¹³⁰ Rijksoverheid, 'Toezicht op woningcorporaties', actueel t/m 1 juni 2021

¹³¹ Art. 54 WonW.

¹³² Rijksoverheid, 'Toezicht op woningcorporaties', actueel t/m 1 juni 2021.

¹³³ Verbraecken, 2014, blz 251.

steunfunctie die woningcorporaties op zich hebben genomen, namelijk het bouwen en beheren van sociale huurwoningen en overig maatschappelijk vastgoed.

3.2.2 Financieel beleid

Om investeringen, volgens een sobere en doelmatige bedrijfsvoering, te kunnen financieren heeft een woningcorporatie veel liquiditeiten nodig. Deze liquide middelen worden met name verkregen door middel van leningen bij banken. Onder de normale bedrijfsvoering van een woningcorporatie valt dan ook het beheer van financiële middelen binnen de corporatie. Uit de woningwet blijkt eveneens dat slechts stichtingen en verenigingen die hun financiële middelen uitsluitend in het belang van de volkshuisvesting inzetten als toegelaten instelling kunnen kwalificeren voor de wet.¹³⁴ De Minister kan zelfs de toelating van de instelling intrekken, indien de financiële middelen niet in het belang van de volkshuisvesting worden ingezet.¹³⁵ Ik verneem dat het bij het 'belang van de volkshuisvesting' gaat om financiële middelen die worden ingezet om te investeren in sociale huurwoningen en/of maatschappelijk vastgoed.

Een woningcorporatie moet een financieel beleid voeren dat haar financiële continuïteit niet in gevaar brengt.¹³⁶ Daarnaast moet zij aangeven binnen welke grenzen de met het financiële beleid verbonden risico's aanvaardbaar zijn.¹³⁷ Indien de financiële middelen uitsluitend mogen worden ingezet in het belang van de volkshuisvesting, betekent dit dat de risico's die samenhangen met deze financieringen eveneens slechts toe kunnen komen aan het belang van de volkshuisvesting. In het kader van de normale bedrijfsvoering zou logischerwijs uit het financiële beleid van een woningcorporatie moeten volgen dat de financieringen en de risico's die hiermee gepaard gaan niet verder strekken dan voor het belang van de volkshuisvesting. Financiële producten zijn excessief, indien ze niet in het belang van de volkshuisvesting zijn. Op zo'n moment wordt een onnodig risico gelopen met het financiële instrument.

Een voorbeeld van dergelijke excessieve financiële producten zijn de derivaten die door Marcel de Vries werden gebruikt om de rente te drukken. Rentederivaten worden in eerste instantie afgesloten om het renterisico van de onderliggende lening af te dekken.

¹³⁴ Artikel 19 lid 1 WonW.

¹³⁵ Artikel 19 lid 4 a WonW.

¹³⁶ Artikel 55a lid 1 WonW

¹³⁷ Artikel 55a lid 2 WonW

Marcel de Vries sloot eveneens renteopties af, zodat hij de voor de renteopties ontvangen premies kon aanwenden om de rentekosten van de rest van de onderneming te laten dalen. Op dat moment wordt het rentederivaat slechts gebruikt om een financieel voordeel te behalen, terwijl het liquiditeitsrisico wordt verhoogd.

Indien de gedachtegang uit de voorgaande alinea wordt toegepast op rentederivaten bij woningcorporaties, kan de volgende conclusie worden getrokken. In het kader van de normale bedrijfsvoering mogen slechts rentederivaten worden afgesloten, indien hiermee het renterisico wordt afgedekt van een lening, die is afgesloten om te investeren in het belang van de volkshuisvesting. Derivaten die puur speculatief worden gehouden zijn excessief en hiermee wordt een onnodig liquiditeitsrisico gelopen. In zo'n geval wordt niet alleen in strijd met de Woningwet gehandeld, maar gaat de activiteit eveneens in tegen de normale bedrijfsvoering van een woningcorporatie.

3.3 Fiscaal belang

Met de toelichting van de normale bedrijfsvoering in hoofdstuk 3.2 werd het onderscheid tussen risico-afdekkende en speculatieve rentederivaten bij woningcorporaties duidelijk. Hieruit bleek dat de normale bedrijfsvoering van een woningcorporatie tegenwoordig redelijk strak is vastgelegd in de Woningwet. Indien een woningcorporatie zich niet aan de regels van het voeren van een normale bedrijfsvoering houdt, verliest zij zelfs haar status als toegelaten instelling. Gezien de Vestia-affaire is het mijns inziens begrijpelijk dat de overheid wil voorkomen dat woningcorporaties buiten hun boekje treden qua werkzaamheden. Echter, was het gedurende de Vestia-affaire eveneens statutair verboden voor woningcorporaties om te speculeren met derivaten.¹³⁸

Het is goed om te bedenken dat we in beginsel een neutraal inkomensbegrip kennen, ook wel een amoreel inkomensbegrip genoemd, binnen de wet inkomstenbelasting 2001 (hierna: wet IB). Bij het bepalen van de totale winst maakt het niet uit hoe de onderneming aan bepaalde inkomsten is gekomen.¹³⁹ De statutaire bepalingen van een woningcorporatie zouden zodoende niet in de weg mogen staan bij het bepalen of inkomsten uit derivaten in de heffing worden betrokken, ongeacht of het risico-afdekkende derivaten of speculatieve derivaten betreft.

¹³⁸ Verbraecken, 2014, blz 162.

¹³⁹ Prof. dr. P.H.J. Essers, 'Amoreel of immoreel?', WFR 2018/2.

Het valt tegenwoordig echter te betwijfelen of het nog wel mogelijk is voor woningcorporaties om speculatieve derivaten aan te houden. Zoals toegelicht in paragraaf 3.2, gelden tegenwoordig strenge regels ten aanzien van het financiële beleid voor woningcorporaties. In hoofdstuk 4 en 5 zal dan ook slechts worden ingegaan op renterisico-afdekkende derivaten. Het fiscale belang van het onderscheid tussen risico-afdekkende en speculatieve rentederivaten zal uiteindelijk in hoofdstuk 5 volledig duidelijk worden.¹⁴⁰ Desalniettemin, is het goed om in te zien welke gevolgen het onderscheid tussen risico-afdekkende en speculatieve rentederivaten kan hebben voor de fiscale totaalwinst en jaarwinst. In paragraaf 3.3.1 en 3.3.2 zal dan ook kort worden toegelicht welke verschillende aspecten spelen bij de fiscale winstbepaling van risico-afdekkende en speculatieve rentederivaten.

3.3.1 Totaalwinst

De eerste vraag die opsteelt is hoe fiscaal moet worden omgegaan met winsten en verliezen die worden behaald met activiteiten die buiten de normale bedrijfsvoering van een onderneming vallen. Het fiscale winstbegrip vindt zijn grondslag in de wet. De wetgever merkt de totale winst, als in artikel 3.8 wet IB juncto artikel 8 wet VPB, aan als de fiscale winst. De in artikel 3.8 wet IB opgenomen definitie van het 'totaalwinstbegrip' geldt voor de gehele levensduur van de onderneming. De totaalwinst overkoepelt de jaarwinst. De jaarwinst, als bedoeld in artikel 3.25 wet IB, regelt de wijze waarop de winst aan de jaren moet worden toegerekend. Resultaten kunnen zodoende geen onderdeel van de jaarwinst uitmaken indien het niet onder het totaalwinstbegrip valt.¹⁴¹

De totaalwinst bepaalt in hoeverre voor -en nadelen die worden behaald door de onderneming tot de winst behoren. Om te bepalen in hoeverre winsten aan de onderneming kunnen worden toegerekend, moet worden teruggegaan naar de geschiedenis van het winstbegrip. Het eerste winstbegrip werd vastgelegd in artikel 3 van de wet van 2 oktober 1893, Stb 1893, 199. Uit de arresten HR 10 maart 1920, B 2443, HR 17 maart 1920, B 2444, en HR 19 mei 1920, B 2464 volgde dat geen sprake was van een bedrijfshandeling bij de verkoop

¹⁴⁰ Enigszins vooruitlopend op de feiten, volgt uit de hedge-jurisprudentie namelijk dat risico-afdekkende, in tegenstelling tot speculatieve, rentederivaten in samenhang moeten worden gewaardeerd. Deze verplichte samenhangende waardering brengt mee dat de negatieve marktwaarde van een renterisico-afdekkend derivaat niet in één keer ten laste van het resultaat mag worden gebracht.

¹⁴¹ Prof. dr. L.G.M. Stevens, 'Inkomstenbelasting 2001 (Fiscale handboeken nr. 2) 2020', 01-03-2020, par. 5.2.2 de samenhang tussen de totale winst en de jaarwinst, punt 202.

van vermogensbestandsmiddelen die niet bestemd waren om in het bedrijf te worden verkocht. Dit bracht mee dat de uit de verkoop voortvloeiende vermeerdering van het vermogen niet als winst werd aangemerkt. Door deze uitspraak zouden andere ondernemingshandelingen makkelijk buiten het normale ondernemingsbeleid, ofwel de normale bedrijfsvoering, vallen. Dit bleek toch niet helemaal gewenst.¹⁴²

In HR 9 februari 1921, B 2727 gaf de Hoge Raad dan ook aan dat in bepaalde gevallen de verkoop van bedrijfsmiddelen *‘een normale, uit het karakter van de onderneming voortvloeiende, met haar bedrijfsdoel strokende handeling’* kan zijn. Uiteindelijk stelde de Hoge Raad zich in het arrest HR 16 april 1930, B 4726 op het standpunt dat tot heden wordt gehanteerd. Hierin pleitte hij dat tot de opbrengst uit een onderneming mede kan behoren de *‘voordelen, verkregen van zaken, welke voor de uitoefening van een bedrijf worden gebruikt, (...) zelfs al ligt het verwerven dier voordelen niet binnen het eigenlijke doel van het bedrijf, daar toch de bedrijfsuitoefening in staat heeft gesteld tot het verwerven der voordelen’*.¹⁴³ Het totale winstbegrip dat volgt uit artikel 3.8 wet IB, namelijk de *‘winst uit onderneming is het bedrag van de gezamenlijke voordelen die, onder welke naam en in welke vorm ook, worden verkregen uit een onderneming’*, moet dan ook ruim worden uitgelegd. De verdere geschiedenis van het winstbegrip zit veelal in de toerekening van de winst aan bepaalde jaren, ergo de jaarwinst.¹⁴⁴ De jaarwinst zal in het volgende hoofdstuk worden behandeld.

Het is lastig om eenduidig te kunnen stellen of een voordeel onder de totale winst van een onderneming, volgens artikel 3.8 wet IB, behoort. Hiervoor moet sprake zijn van een voordeel *‘uit’* onderneming. Bij het bepalen of sprake is van zo’n voordeel uit onderneming, wordt door de Hoge Raad het criterium gehanteerd dat de bedrijfsuitoefening de onderneming in staat heeft gesteld het voordeel te behalen. Hiervoor worden twee pijlers gehanteerd. Ten eerste moet worden gekeken naar de reikwijdte van de onderneming en activiteiten. Hier moet worden bepaald of het voordeel of nadeel zijn grondslag vindt in de bedrijfsvoering. Ten tweede moet worden gekeken naar het algemene *‘bronbegrip’* van voordeel. Zo blijven ontvangen baten uit persoonlijke overwegingen buiten de bedrijfsvoering

¹⁴² Prof. dr. L.G.M. Stevens, *‘Inkomstenbelasting 2001 (Fiscale handboeken nr. 2) 2020’*, 01-03-2020, par. 5.2.2 de samenhang tussen de totale winst en de jaarwinst, punt 203.

¹⁴³ Prof. dr. L.G.M. Stevens, *‘Inkomstenbelasting 2001 (Fiscale handboeken nr. 2) 2020’*, 01-03-2020, par. 5.2.2 de samenhang tussen de totale winst en de jaarwinst, punt 203.

¹⁴⁴ Prof. dr. L.G.M. Stevens, *‘Inkomstenbelasting 2001 (Fiscale handboeken nr. 2) 2020’*, 01-03-2020, par. 5.2.2 de samenhang tussen de totale winst en de jaarwinst, punt 204.

en zodoende ook buiten aanmerking voor de totaalwinst. Er zijn meerdere casussen waarbij deze lastige scheidingslijn, of iets binnen het kader van de bedrijfsvoering valt, naar voren kwam.¹⁴⁵

Ondanks dat het totaalwinstbegrip ruim moet worden uitgelegd, zijn voorbeelden te bedenken waarbij de activiteiten van een onderneming bij het bepalen van de winst buiten de ondernemingsfeer vallen. Zo'n situatie speelde zich af bij BNB 2010/147. In het arrest was sprake van een agrarische onderneming die koopsommen van de landbouwgronden had geput uit de premies die hij had ontvangen uit putopties. Het uitschrijven van putopties behoort niet tot de normale bedrijfsuitoefening van een agrarische onderneming. De Hoge Raad gaf hier dan ook aan dat de transacties die niet tot de normale ondernemingsuitoefening behoren niet als winst of verlies voor de onderneming kunnen worden beschouwd.¹⁴⁶

De situatie in BNB 2010/147 is mijns inziens erg vergelijkbaar met de situatie bij een woningcorporatie die speculatieve derivaten afsluit. In het onderhavige arrest werd gesteld dat het afsluiten van putopties niet binnen de normale bedrijfsvoering van een agrarische onderneming past. Net zomin past het afsluiten van speculatieve derivaten binnen de normale bedrijfsvoering van een woningcorporatie. Het is dan ook interessant hoe fiscaal wordt omgegaan met wisten en verliezen uit zulke activiteiten bij woningcorporaties. Volledigheidshalve, is het goed om op te merken dat in BNB 2010/147 sprake was van een agrarische onderneming in de zin van de Wet IB.¹⁴⁷ Zodoende, kan bedacht worden of de gedachtegang uit dit arrest volledig kan worden gevolgd met betrekking tot de activiteiten van een corporatie die zich binnen de sfeer van de wet VPB bevindt. Desalniettemin, blijkt uit het onderhavige arrest dat het wel degelijk mogelijk is dat winsten en verliezen buiten aanmerking blijven bij het bepalen van de totale winst. Op de toerekening van de winsten en verliezen ten aanzien van risico-afdekkende derivaten zal verder worden ingegaan in hoofdstuk 5.

3.3.2 Kostenkant

Indien een activiteit tot de ondernemingsfeer behoort zijn kosten en lasten in beginsel aftrekbaar.¹⁴⁸ Uit het Cessna II-arrest volgde dat moet worden gekeken of een redelijk

¹⁴⁵ Prof. dr. L.G.M. Stevens, 'Inkomstenbelasting 2001 (Fiscale handboeken nr. 2) 2020', 01-03-2020, par. 5.2.2 de samenhang tussen de totale winst en de jaarwinst, punt 204.

¹⁴⁶ HR 05-02-2010, nr. 08/02949, ECLI:NL:PHR:2010:BJ7943, BNB 2010/147.

¹⁴⁷ HR 05-02-2010, nr. 08/02949, ECLI:NL:PHR:2010:BJ7943, BNB 2010/147, p. 2.3.

¹⁴⁸ Prof. dr. L.G.M. Stevens, 'Inkomstenbelasting 2001 (Fiscale handboeken nr. 2) 2020', 01-03-2020, par. 5.2.2 de samenhang tussen de totale winst en de jaarwinst, punt 204

denkend ondernemer kan volhouden dat de gemaakte kosten in het zakelijke belang van de onderneming hebben plaatsgevonden. Uit het onderhavige arrest volgde dat de meerkosten die verbonden zaten aan het door de maatschap aangeschafte vliegtuig niet als ondernemingskosten kwalificeerden.¹⁴⁹ Deze lijn kan mijns inziens eveneens voor de bij Vestia aanwezige derivaten worden gevolgd. Risico-afdekkende derivaten passen binnen de normale bedrijfsvoering, namelijk het afdekken van een renterisico, en dienen zodoende een zakelijk belang. De speculatieve derivaten werden door De Vries gebruikt om de rente te drukken en niet om de bedrijfsvoering te stimuleren. Hier zat tevens aan verbonden dat De Vries in ruil voor het afsluiten van de derivaten werd uitgenodigd voor allerlei evenementen, een commissie kreeg doorgespeeld via Greeven¹⁵⁰ en Vestia werd neergezet als de meest vooruitstrevende woningcorporatie van Nederland.¹⁵¹ Het zakelijke belang van deze speculatieve derivaten blijft in mijn ogen dan ook uit.

Voor het onderscheid in de toerekening van de kosten van de risico-afdekkende derivaten en de speculatieve derivaten in de Vestia-affaire biedt het Cessna II-arrest eveneens een interessant uitgangspunt. In het onderhavige arrest wordt gesteld dat de meerkosten van het vliegtuig niet als ondernemingskosten kwalificeren. Dit betekent echter niet dat alle kosten niet als ondernemingskosten kwalificeren.¹⁵² Naar aanleiding van deze conclusie, kan bedacht worden of de kosten, die worden gemaakt ten behoeve van speculatieve derivaten, ten goede komen aan de onderneming. Op het moment dat dit niet het geval is, zou betwijfeld kunnen worden of de onderhavige kosten wel kwalificeren als zakelijke ondernemingskosten. Dit zou betekenen dat mogelijk geen aftrek bestaat voor de kosten die toerekenbaar zijn aan de speculatieve functie van de derivaten. Om welke kosten het precies gaat bij de rentederivaten, wordt beschreven in hoofdstuk 4.

Zoals aangegeven in paragraaf 3.3, vormen de paragrafen 3.3.1 en 3.3.2 slechts een globale gedachtegang van het fiscale belang van het onderscheid tussen renterisico-afdekkende en speculatieve derivaten. Het werkelijke belang van dit onderscheid wordt duidelijk uit de hedge-jurisprudentie. De hedge-jurisprudentie vergt echter een duidelijke uitleg. Zodoende wordt hier in dit hoofdstuk nog niet op ingegaan.

¹⁴⁹ HR 08-03-2002, nr. 36 292, ECLI:NL:PHR:2002:BI7871, BNB 2002/210 (Cessna II-arrest), p. 3.3

¹⁵⁰ Verbraecken, 2014, blz. 217

¹⁵¹ Verbraecken, 2014, blz. 79/80

¹⁵² HR 08-03-2002, nr. 36 292, ECLI:NL:PHR:2002:BI7871, BNB 2002/210 (Cessna II-arrest), p. 3.3

3.4 Conclusie

In dit hoofdstuk werd besproken wat woningcorporaties nou eigenlijk zijn en hoe zij binnen de wet VPB worden behandeld. Sinds het ontstaan is een soort belangenstrijd bezig of woningcorporaties als een publieke instelling kwalificeren of als zelfstandig lichaam. Sinds 2008 zijn woningcorporaties integraal en subjectief belastingplichtig voor de wet VPB. Ze verrichten echter wel werkzaamheden die in het belang zijn van de publieke sector. Zodoende zijn het een soort hybride lichamen.

Vervolgens werd gekeken wat de normale bedrijfsvoering van een woningcorporatie precies inhoudt. Dit kan namelijk gevolgen hebben bij het bepalen of sprake is van een resultaat dat binnen de ondernemingsfeer is opgekomen of niet. De vraag of een activiteit binnen de ondernemingsfeer valt, valt in beginsel onder de totaalwinstproblematiek. Deze problematiek werd dan ook uiteengezet, waarna vervolgens een koppeling werd gemaakt aan het speculatieve derivaten bij woningcorporaties. Een woningcorporatie kent volgens de woningwet een redelijk strikte regelgeving omtrent de bedrijfsvoering.

De normale bedrijfsvoering houdt veelal in dat slechts werkzaamheden mogen worden verricht die in het belang zijn van de volkshuisvesting. Het belang van de volkshuisvesting wordt door een woningcorporatie gediend op het moment dat de werkzaamheden verband houden met de bouw en het beheer van sociale huurwoningen of maatschappelijk vastgoed. Alle werkzaamheden die hierbuiten vallen zijn mijns inziens excessief. Deze gedachtegang speelt eveneens bij het financiële beleid. Financiële instrumenten mogen slechts worden ingezet indien ze het belang van de volkshuisvesting behartigen. Bij financiële instrumenten die dit belang niet behartigen, zoals speculatieve derivaten, wordt een onnodig risico gelopen en vallen zodoende buiten de normale bedrijfsvoering van een woningcorporatie.

Het belang van dit hoofdstuk was om het onderscheid tussen risico-afdekkende rentederivaten, die binnen de normale bedrijfsvoering van een woningcorporatie vallen, en speculatieve derivaten duidelijk te maken. Sinds de Vestia-affaire zijn de regels voor woningcorporaties met betrekking tot derivaten flink aangescherpt. Het valt zodoende te betwijfelen of het tegenwoordig nog mogelijk is voor woningcorporaties om derivaten aan te houden die niet binnen de normale bedrijfsvoering vallen. Voor de rest van deze scriptie zal dan ook slechts worden ingegaan op renterisico-afdekkende derivaten en zullen de speculatieve rentederivaten buiten beschouwing blijven.

Hoofdstuk 4 Renterisico-afdekkende derivaten

4.1 Inleiding

In hoofdstuk 3 werd ingegaan op het totaalwinstbegrip met betrekking tot rentederivaten. De waardeontwikkelingen van een rentederivaat en de toerekening van de winst aan het juiste jaar geschiedt volgens de regels van goed koopmansgebruik. Om het waarderen van renterisico-afdekkende derivaten en de toerekening van het uit een rentederivaat voortvloeiend resultaat volgens goed koopmansgebruik te snappen, is het belangrijk om de werking en het doel van een rentederivaat goed voor ogen te hebben. Rentederivaten kunnen enerzijds ingezet worden als zelfstandig instrument om vermogenswinsten te genereren. Naar deze derivaten werd tot dusver gerefereerd als speculatieve derivaten. Deze speculatieve derivaten zijn in principe zelfstandige producten die zelfstandig vermogenswinsten genereren voor de onderneming. In hoofdstuk 3.2 werd duidelijk gemaakt dat deze speculatieve derivaten dan ook niet binnen de normale bedrijfsvoering van een woningcorporatie passen. Anderzijds kunnen rentederivaten worden gebruikt om in samenhang met de onderliggende variabelrentende lening het renterisico af te dekken.¹⁵³ Naar deze derivaten werd tot dusver gerefereerd als renterisico-afdekkende derivaten. Zoals aangegeven in het vorige hoofdstuk, wordt voor de rest van deze scriptie slechts naar deze renterisico-afdekkende derivaten gekeken.

In hoofdstuk 4.3, 4.4 en 4.5 zullen drie soorten rentederivaten worden toegelicht. Ten eerste de renteswap, ook wel interest rate swap (hierna: IRS) genoemd. Dit is de meest standaard vorm van een risico-afdekkend rentederivaat. Ten tweede een swaption en ten derde een rentecap with knock-in floor. Bij elk van deze rentederivaten zal worden beschreven wat wordt bedoeld met de kosten en de winsten en verliezen die met de rentederivaten samenhangen. De waardering van de rentederivaten, de kosten die aan deze rentederivaten verbonden zitten en het ontstaan van een negatieve marktwaarde van het rentederivaat zullen de grondslag vormen voor hetgeen beschreven in hoofdstuk 5. Aangezien de hedge-jurisprudentie, zoals beschreven in hoofdstuk 5.4, ziet op de toerekening van de negatieve marktwaarde van derivaten als gevolg van de dalende rente, wordt in de voorbeelden in dit hoofdstuk met name naar deze situatie gekeken.

¹⁵³ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H9.2.

In deze scriptie is bewust gekozen om in dit hoofdstuk de drie voorgenoemde soorten derivaten te bespreken, omdat met alle drie de derivaten eveneens het renterisico van de onderliggende lening door de onderneming kan worden afgedekt. In deze scriptie wordt telkens gesproken van een rentederivaat dat het renterisico van de onderliggende variabelrentende lening afdekt. Om de koppeling naar hetgeen besproken in hoofdstuk 5 van deze scriptie, namelijk de samenhangende waardering, duidelijk in kaart te brengen, wordt aangenomen dat de onderhavige derivaten slechts het renterisico van de bijbehorende lening afdekken. Het is hierbij goed om in te zien dat in de praktijk niet altijd sprake is van zo'n 'koppelverkoop' van het rentederivaat en de onderliggende lening. Bij grote vastgoedpartijen is het bijvoorbeeld goed mogelijk dat zij voor een veel groter bedrag aan variabelrentende leningen aangaan dan het bedrag van de bijbehorende afgesloten rentederivaat. Voor de rest van deze scriptie wordt dan ook aangenomen dat wel sprake is van een dergelijke koppelverkoop, waarbij het rentederivaat voor hetzelfde bedrag wordt afgesloten als de onderliggende lening.

Daarnaast is het belangrijk om in gedachten te houden dat niet het soort derivaat, maar de manier waarop het rentederivaat wordt gebruikt bepaalt of sprake is van een risico-afdekkend of een speculatief rentederivaat. Ter illustratie, werd in hoofdstuk 2.2 naar de swaption gerefereerd als een speculatief rentederivaat. Dit speculatieve element zat in het feit dat Marcel de Vries de premies, die hij kreeg voor het afsluiten van deze swaptions, gebruikte om de rente van de onderneming te drukken. Bij een payer's swaption heeft de koper het recht om op de onderliggende renteswap een vastliggende lange rente te betalen in de toekomst.¹⁵⁴ Indien de swaption slechts het renterisico afdekt van de onderliggende lening zit er geen speculatief karakter aan het rentederivaat verbonden. Bij de rentederivaten zal dan ook worden uitgegaan dat ze door de onderneming als renterisico-afdekkend instrument worden gebruikt. Het probleem met betrekking tot het speculatieve element speelt eveneens op bij de rentecap with knock-in floor. Op deze problematiek zal in paragraaf 4.5.5 dieper worden ingegaan, omdat dit invloed heeft op de toepassing van de hedge-jurisprudentie, zoals beschreven in hoofdstuk 5.

Voordat dieper wordt ingegaan op de drie voorgenoemde rentederivaten, zal kort worden toegelicht hoe de waardering van financiële instrumenten in het algemeen werkt.

¹⁵⁴ Commentaar op artikel 1 Regeling uitzettingen en derivaten decentrale overheden, Toelichting bij de regeling van 18 december 2014, Stcr. 2014, 36912.

Deze toelichting maakt de waardering van de drie soorten derivaten makkelijker te begrijpen. Volledigheidshalve, wil ik opmerken dat het hier niet om de vennootschappelijke verwerking van rentederivaten gaat. Een belangrijk aspect bij de waardering van de derivaten is de stand van de huidige EURIBOR-rente en de 30-jarige obligatierente. Zowel de EURIBOR als de 30-jarige obligatierente zijn momenteel negatief of in de afgelopen maanden negatief geweest. De problematiek omtrent de waardering van derivaten met betrekking tot de negatieve rente is een heel ander vraagstuk dan in deze scriptie wordt besproken en maakt het onderwerp onnodig complex. Deze problematiek wordt dan ook buiten beschouwing gelaten. In de voorbeelden wordt uitgegaan van een positieve variabele en vaste rente die nagenoeg reëel is voor de stand van de EURIBOR en 30-jarige obligatierente in de afgelopen jaren.¹⁵⁵

4.2 Waardering van financiële instrumenten

De waardering van een rentederivaat vindt plaats op het moment dat een bedrijf volgens IFRS-verslaggevingsregels rapporteert en zij zodoende de marktwaarde van het derivaat op de balans moet rapporteren, een tussentijdse beëindiging van een derivaat plaatsvindt of als de bank het kredietrisico van het derivaat wil berekenen.¹⁵⁶ Naar de waarde, die op het moment van waardering, aan een derivaat kan worden toegekend wordt gerefereerd als de marktwaarde. De marktwaarde van derivaten is afhankelijk van de ontwikkelingen op de geld-, kapitaal-, valuta-, energie-, klimaat- en grondstoffenmarkt en wisselt van moment tot moment.¹⁵⁷ Er zijn twee manieren om de waarde van financiële instrumenten zonder optie-element te berekenen.

De eerste manier geschiedt door de contante waarde van de toekomstige kasstromen van het rentederivaat te berekenen. De contante waarde wordt ook wel de present value genoemd. Om de present value van de toekomstige kasstroom te berekenen moeten de toekomstige kasstromen verdisconteerd worden. De present value geeft de waarde van de toekomstige kasstroom van het financiële instrument op het huidige moment weer.¹⁵⁸ Deze waarde is over het algemeen lager in de toekomst dan op het huidige moment. Dit komt doordat de toekomstige kasstroom wordt blootgesteld aan variabele factoren in de toekomst,

¹⁵⁵ Zie IEX.nl; Rente Nederland 30 jaar IND:NLGGB30J.BONDS.

¹⁵⁶ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H5 inleiding.

¹⁵⁷ HR 28-06-2019, nr. 18/03941, ECLI:NL:HR:2019:1046, RCR 2019/77, p. 3.2.

¹⁵⁸ Jörg Kienitz, 'Interest rate derivatives explained, Volume 1: products and markets', 2014, par. 1.4.

zoals rente. De waarde van de toekomstige kasstroom is het nominale bedrag dat door de onderneming wordt ontvangen op het moment in de toekomst.¹⁵⁹ Hierbij kan worden gedacht aan een rentebetaling of een aflossing van de lening. Indien de toekomstige kasstroom binnen een jaar wordt ontvangen kan de present value van de toekomstige kasstroom als volgt worden berekend;¹⁶⁰

$$\text{Present value} = \text{Waarde toekomstige kasstroom} / (1 + \text{rentepercentage} * \text{aantal dagen} / 360)$$

Indien de toekomstige kasstroom op een tijdstip later dan 1 jaar wordt ontvangen moet rekening worden gehouden met compounded interest. De rente heeft dan een exponentieel effect op de waarde van de toekomstige kasstroom. In een dergelijk geval kan de present value als volgt worden berekend;¹⁶¹

$$\text{Present value} = \text{Waarde toekomstige kasstroom} / (1 + \text{rentepercentage})^{\text{aantal jaren}}$$

Het rentepercentage kan beter worden aangeduid als de disconteringsrente. De disconteringsrente is essentieel bij het vaststellen van de waarde van financiële instrumenten. Hiermee wordt namelijk de tijdswaarde van geld en het onderliggende risico van het financiële instrument weergegeven.¹⁶² Aangezien deze disconteringsrente bij de waardering van rentederivaten niet een hele grote rol speelt, zal deze niet verder worden toegelicht.

De totale contante waarde van het derivaat is de som van de contante waarde van alle kasstromen. Deze dienen dan ook afzonderlijk te worden berekend. De waarde van de toekomstige kasstroom is het bedrag dat in het onderhavige jaar wordt ontvangen of wordt betaald. Ter verduidelijking van deze kasstromen is in tabel 1 een voorbeeld weergegeven van een normale lening van 1.000.000 euro die de onderneming voor 3 jaar heeft verstrekt tegen een rentepercentage van 4% met een disconteringsrente van 5%.

Tabel 1

Jaar	Kasstroom	Contante waarde
1	$1.000.000 * 0,04 = 40.000$	$40.000 / (1 + 0,05) = 38.095$
2	$1.000.000 * 0,04 = 40.000$	$40.000 / (1 + 0,05)^2 = 36.281$
3	$1.000.000 * (1 + 0,04) = 1.040.000$	$1.040.000 / (1 + 0,05)^3 = 898.391$

¹⁵⁹ Jörg Kienitz, 'Interest rate derivatives explained, Volume 1: products and markets', 2014, par. 4.3.1

¹⁶⁰ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H5.1.

¹⁶¹ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H5.1.

¹⁶² Dr. R.P. van den Dool, 'Waardering van incurante aandelen voor de belastingheffing', 01 juli 2015, p. 3.1.

Totaal	972.767
---------------	---------

Het bovenstaande voorbeeld geeft een goed beeld van de contante waarde van een verstrekte lening door een onderneming, waarbij de kasstroom bestaat uit de renteopbrengsten van de onderneming en de uiteindelijke terugbetaling van de vordering. De waarde van een toekomstige kasstroom komt duidelijk naar voren bij zo'n vooraf vastgesteld rentepercentage. Echter, is bij derivaten sprake van twee kasstromen, namelijk een uitgaande vaste rente en een binnenkomende variabele rente. Het vaststellen van de contante waarde kan lastiger zijn bij een financieel instrument waarbij het toekomstige rentepercentage, zoals in het geval van een IRS de EURIBOR, nog niet bekend is. De tweede variant om de waarde van een financieel instrument te bepalen geschiedt dan ook door de vaststaande toekomstige rentestromen te vergelijken met de toekomstige kasstromen van eenzelfde renteswap, die op het moment van waardering fictief wordt afgesloten. Voor deze fictieve renteswap worden de marktomstandigheden die op dat moment gelden gehanteerd. Vervolgens wordt gekeken naar de contante waarde van het verschil tussen deze twee kasstromen.¹⁶³ Deze variant wordt onder andere bij het herwaarderen van een IRS, zoals besproken in paragraaf 4.3.3.1, gebruikt. In die paragraaf is dan ook een verdere toelichting te vinden.

Bij het berekenen van de waarde van derivaten is het daarnaast nog van belang dat in sommige gevallen de dirty market value moet worden gehanteerd en in sommige gevallen de clean market value. De dirty market value is het saldo van de contante waarden van alle toekomstige rentestromen.¹⁶⁴ Deze waarde wordt gehanteerd indien het kredietrisico moet worden bepaald of wanneer sprake is van een tussentijds beëindiging van het derivaat. De clean market value wordt gehanteerd op het moment dat het marktrisico moet worden bepaald of wanneer de waarde in het jaarverslag moet worden gerapporteerd. De clean market value is de dirty market value gecorrigeerd met de opgelopen rente. De opgelopen rente is onderdeel van de eerstvolgende couponbetaling, terwijl de rente nog niet daadwerkelijk is ontvangen. Hierbij kan gedacht worden aan een lening die op de helft van jaar 1 wordt afgesloten. Aan het eind het eerste jaar wordt de volledige rente over het eerste

¹⁶³ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H5 inleiding.

¹⁶⁴ Jörg Kienitz, 'Interest rate derivatives explained, Volume 1: products and markets', 2014, par. 3.4.4

jaar als resultaat geboekt en op de balans verantwoord, terwijl slechts de rente over een half jaar daadwerkelijk is ontvangen.¹⁶⁵

4.3 Interest Rate Swap

In paragraaf 2.2 werd globaal de werking van een IRS weergegeven aan de hand van het in figuur 1 geschetste voorbeeld. Dit voorbeeld bestond uit twee financiële instrumenten, de variabelrentende lening en de IRS. Voordat aan de waardering van een IRS wordt toegekomen zullen deze twee financiële instrument nog eens nader worden bekeken.

4.3.1 De variabelrentende lening

Het eerste financiële instrument is de variabelrentende lening die de onderneming (V) afsluit bij de bank (X), zoals afgebeeld in figuur 2. De onderneming ontvangt liquiditeiten van de bank en betaalt hiervoor een periodieke vergoeding plus aflossingen van de lening. De periodieke vergoeding is in dit geval de variabele rente. De variabele rente volgt over het algemeen het tarief van de Euro InterBank Offered Rate (hierna: EURIBOR).¹⁶⁶ Het EURIBOR-rentetarief wordt bepaald aan de hand van het gemiddelde rentetarief waartegen Europese banken aan elkaar leningen verstrekken. Het EURIBOR-rentetarief is afhankelijk van de looptijd. Per december 2018 zijn er vijf looptijden van de EURIBOR. Zo bestaat de 1-weeks, 1-maands, 3-maands, 6-maands en 12-maands EURIBOR.¹⁶⁷ Daarnaast bestaat een rentetarief met een looptijd van één dag, genaamd Eonia. Het EURIBOR-rentetarief wordt elke dag, gebaseerd op de groei van de economie en de inflatie, opnieuw vastgesteld.¹⁶⁸ Aangezien het tarief van de EURIBOR afhankelijk is van de vraag en het aanbod van leningen tussen banken wordt het tarief bepaald door de banken zelf.¹⁶⁹ Het is goed om in gedachten te houden dat banken baat hebben bij een lage EURIBOR, zodat het bedrag aan te betalen variabele rente over de renteswap laag is, terwijl de vaste marktrente die de onderneming betaalt hoger blijft.

¹⁶⁵ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H5.2.

¹⁶⁶ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H3.1.1.

¹⁶⁷ Dr. R.P. van den Dool, 'Waardering van incurante aandelen voor de belastingheffing', 01 juli 2015, H3.1 Inleiding.

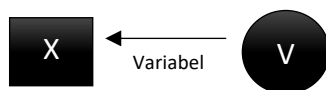
¹⁶⁸ Zie: homefinance.nl, algemeen, informatie, EURIBOR.

¹⁶⁹ Deze conclusie is gebaseerd op een mening, die mede door een niet nader te noemen hoogleraar aan de Erasmus Universiteit wordt gedeeld.

Volledigheidshalve, wil ik aangeven dat het mogelijk is dat een andere maatstaf dan de EURIBOR wordt gevolgd, zoals de LIBOR. Dit is het gemiddelde interbancaire rentetarief waartegen bepaalde banken op de Londense geldmarkt aan elkaar leningen verstrekken. Om de situatie niet onnodig complex te maken wordt voor de rest van deze scriptie de EURIBOR als maatstaf van de variabele rente gehanteerd.

Boven op de EURIBOR hanteert de bank over het algemeen nog een kredietopslag.¹⁷⁰ Door de variabele rente loopt de onderneming een rentefluctuatierisico. Op het moment dat de EURIBOR stijgt dan stijgen eveneens de rentekosten van de onderneming. Dit kan de continuïteit van de onderneming in gevaar brengen. Zodoende wil de onderneming de rente vastleggen middels een renteswap.¹⁷¹

Figuur 2



4.3.2 De interest rate swap

Het tweede financiële instrument is de IRS, ook wel renteswap genoemd, zoals afgebeeld in figuur 3. Een IRS is een zelfstandige overeenkomst die eigenlijk altijd bij een bank wordt afgesloten. Andere ondernemingen kunnen namelijk vaak niet aan het kredietrisico en de administratieve verplichtingen voldoen.¹⁷² Een IRS heeft een koper en een verkoper. De koper is degene die de vaste couponrente betaalt. In het voorbeeld is dit de onderneming (V). Voor deze partij heet de afgesloten IRS een payer's swap. De verkoper is degene die de variabele couponrente betaalt. In het voorbeeld is dit de bank (Y). Voor deze partij heet de afgesloten IRS een receiver's swap.¹⁷³

Met zo'n IRS gaan twee periodieke transacties gemoed. De onderneming betaalt ten eerste periodiek een vast bedrag aan de bank. Deze vaste couponrente volgt als maatstaf de marktrente voor staatsobligaties. Hier bestaat een verschil in de rente op staatsobligaties met een resterende looptijd van tien, twintig of dertig jaar. In de praktijk wordt meestal uitgegaan

¹⁷⁰ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H3.1.2.

¹⁷¹ Drs. J.H. Asma AA RB en L.H. Storm van 's Gravesande RA, 'De Interest Rate Swap in drie fiscale sferen', WFR 2015/15, par. 2.

¹⁷² Drs. J.H. Asma AA RB en L.H. Storm van 's Gravesande RA, 'De Interest Rate Swap in drie fiscale sferen', WFR 2015/15, par. 2.

¹⁷³ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H3.1.1.

van de rente op staatsobligaties waarvan de voorspellingshorizon die aan de waardering ten grondslag ligt min of meer gelijk is.¹⁷⁴ De looptijd en het tarief van de vaste rente staan vast. Hierbij geldt normaliter dat de rente aan het eind van elk jaar wordt betaald. Dit gebeurt in sommige gevallen ook in delen gedurende het jaar.¹⁷⁵

Het niveau van de vaste rente bepaalt de 'prijs' van de renteswap. Dit betekent dat de 'prijs' van de renteswap hoger is indien de marktrente voor obligaties hoger staat. Naar de 'prijs' van de renteswap wordt ook wel gerefereerd als het renteswaptarief. Aangezien dit renteswaptarief afhangt van de bereidheid van de verkoper om de renteswap aan te gaan en van de koper om de renteswap af te willen sluiten wordt deze bepaald door vraag en aanbod op de IRS-markt.¹⁷⁶ De hoogte van de variabele en de vaste couponrente worden bepaald door de fictieve onderliggende waarde van het IRS-contract.¹⁷⁷ Voor deze onderliggende waarde wordt de hoofdsom van de onderliggende lening gehanteerd. Deze hoofdsom dient slechts als basis voor de te ruilen renteverplichtingen. Deze hoofdsom hoeft zodoende niet door de partijen aangehouden te worden.¹⁷⁸

De tweede periodieke transactie is het variabele bedrag dat de bank aan de onderneming betaalt. Deze variabele couponrente wordt per kwartaal of per half jaar door de bank aan de onderneming betaald. Aan het einde van elke couponperiode wordt de couponrente voor de komende couponperiode opnieuw berekend. De variabele couponrente volgt meestal eveneens het tarief van de EURIBOR.¹⁷⁹

Door middel van deze IRS wordt als het ware de variabele rente van de onderneming geruild met de vaste rente van de bank. Hiermee dekt de onderneming het rentefluctuatierisico af. Hierbij is het belangrijk om te onthouden dat slechts de variabele rente van de onderneming, ofwel de EURIBOR, wordt geruild met de bank. De kredietopslag die de bank (X) aan de onderneming (V) in rekening brengt moet nog steeds door de

¹⁷⁴ Dr. R.P. van den Dool, 'Waardering van incurante aandelen voor de belastingheffing', 01-07-2015, 3.1 Inleiding.

¹⁷⁵ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H3.1.1.

¹⁷⁶ J. Lemmens, T. Pater, D.G. Schraa, 'De fiscale gevolgen van de afwikkeling van interest rate swaps', WFR 2020/176, par. 2.

¹⁷⁷ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H3.1.1.

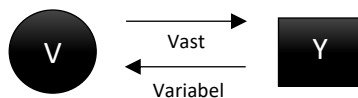
¹⁷⁸ Drs. J.H. Asma AA RB en L.H. Storm van 's Gravesande RA, 'De Interest Rate Swap in drie fiscale sferen', WFR 2015/15, par. 2.

¹⁷⁹ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H3.1.1

onderneming worden betaald.¹⁸⁰ Naast het belang van de onderneming zet de bank eveneens een vaste rente om in een variabele rente. Banken hebben hier baat bij doordat zij door de dalende rente vanaf 2006 lagere marges op hun leningen behaalden. Zodoende gingen zij andere producten bedenken waarmee zij konden inspelen op een dalende rente, zoals renteswaps.¹⁸¹ Een ander belangrijk aspect is dat de bank in plaats van slechts een lening nu twee producten verkoopt aan de onderneming, namelijk de lening en de renteswap.¹⁸²

Het is belangrijk om in te zien dat een IRS een zelfstandig product is. Een IRS kan op het moment van aangaan van de onderliggende lening worden afgesloten, maar ook op een moment gedurende de looptijd van de onderliggende lening. Indien de onderneming op een later moment dan bij het aangaan van de onderliggende lening een IRS-contract afsluit moet een vergoeding worden betaald.¹⁸³ Bij een IRS wordt over het algemeen geen premie betaald. Desalniettemin is deze vergoeding mijns inziens erg vergelijkbaar met de premie die door de onderneming wordt betaald voor het afsluiten van een swaption of een rentecap. Hier wordt in hoofdstuk 4.4 en 4.5 verder op ingegaan.

Figuur 3



4.3.3 Waardering van een interest rate swap

In hoofdstuk 2 werd aangegeven dat door Vestia een liquiditeitsrisico werd gelopen. Dit liquiditeitsrisico ontstaat doordat een onderneming een onderpandverplichting moet storten aan de bank als gevolg van de margin call verplichting die ontstaat naar aanleiding van de negatieve marktwaarde van het rentederivaat. De margin call verplichting is een instrument van de bank om zekerheid te verschaffen. Door de dalende marktrente wordt namelijk een debiteurenrisico gelopen door de bank.¹⁸⁴ Daarnaast kan in het IRS-contract een

¹⁸⁰ Drs. J.H. Asma AA RB en L.H. Storm van 's Gravesande RA, 'De Interest Rate Swap in drie fiscale sferen', WFR 2015/15, par. 2.

¹⁸¹ Zie Rabobank Groep Jaarverslag 2006: 'De lage rentemarge noopt ons om meerdere producten uit ons assortiment tegelijkertijd aan onze klanten te verkopen. Deze zogenoemde cross-selling zal noodzakelijk zijn om onze groei van de baten op peil te houden.'

¹⁸² Bram Logger en Parcival Weijnen, 'De derivatenzwendel: pure misleiding', 01 februari 2017.

¹⁸³ Drs. J.H. Asma AA RB en L.H. Storm van 's Gravesande RA, 'De Interest Rate Swap in drie fiscale sferen', WFR 2015/15, par. 3.4.

¹⁸⁴ Drs. J.H. Asma AA RB en L.H. Storm van 's Gravesande RA, 'De Interest Rate Swap in drie fiscale sferen', WFR 2015/15, par. 2.

breakclausule zijn opgenomen. Deze breakclausule geeft één van beide partijen het recht om het IRS-contract na een bepaalde tijd te beëindigen tegen vergoeding van de waarde van de IRS. Op het moment dat de IRS een negatieve marktwaarde heeft zal de bank gebaat zijn om het IRS-contract te beëindigen, zodat de onderneming een vergoeding moet betalen aan de bank.¹⁸⁵ In deze paragraaf zal gekeken worden hoe deze negatieve marktwaarde van een IRS-contract renteswap ontstaat.

Zoals bleek uit paragraaf 4.2, wordt de waarde van financiële instrumenten bepaald aan de hand van de kasstromen. In paragraaf 4.3.2 werd beschreven dat meerdere kasstromen gepaard gaan met een IRS en dat de hoogte van de kasstromen bij een IRS wordt vastgesteld aan de hand van de hoofdsom van het derivatencontract. Enerzijds moet de onderneming een vaste couponrente betalen aan de bank. Anderzijds ontvangt de onderneming een variabele couponrente van de bank die is gebaseerd op de EURIBOR en fluctueert over de tijd.¹⁸⁶ Bij een IRS wordt over het algemeen geen premie betaald. De waarde bij aanvang van het rentederivaat is dan ook nihil, omdat de netto contante waarde van het vastrentende deel en het variabelrentende deel op dit moment gelijk is.¹⁸⁷

Het uitgangspunt dat de waarde bij aanvang van het IRS-contract nihil is maakt het met name van belang wat gebeurt op het moment dat de couponrente wijzigt en een herwaardering van de renteswap plaatsvindt. De marktwaarde van de IRS wordt beïnvloed door twee factoren. Een verandering van de marktrente is het uitgangspunt voor een verandering van de waarde van een IRS. Een daling van de marktrente leidt tot een negatieve marktwaarde van het rentederivaat, omdat de vaste couponrente, die de onderneming betaalt, hoger is dan de marktrente. Daarnaast wordt de marktwaarde van het rentederivaat beïnvloed door de variabele couponrente die de onderneming ontvangt.¹⁸⁸

Aangezien de marktwaarde door twee factoren wordt beïnvloed, wordt in paragraaf 4.3.3.1 t/m 4.3.3.3 onderscheid gemaakt tussen een herwaardering bij een fluctuatie van de marktrente en een herwaardering bij een fluctuatie van de variabele rente. Bij de laatste is

¹⁸⁵ H.J. Lemmens, T. Pater, D.G. Schraa, 'De fiscale gevolgen van de afwikkeling van interest rate swaps', WFR 2020/176, H2.

¹⁸⁶ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H5.6

¹⁸⁷ Th. Groenewald, 'De toekomst van het ondernemingsrecht (IVOR nr. 99) 2015/10.4 Gevaren van de renteswap voor MKB-bedrijf', 1 maart 2015.

¹⁸⁸ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H5.6

sprake van een herziening van de variabele couponrente als gevolg van een fluctuatie van de EURIBOR.¹⁸⁹ Volledigheidshalve, wil ik opmerken dat de herwaardering van de IRS niet een direct verplicht gevolg is van een fluctuatie van de vaste couponrente. Echter, heeft een herwaardering slechts zin indien de vaste couponrente verandert, omdat de waarde bij het aangaan van de renteswap nihil is.

Ten eerste zal een herwaardering van een rentederivaat plaatsvinden op het moment dat de marktrente van obligaties fluctueert. Zoals we zagen, bepaalt deze marktrente aan het begin van de looptijd de vaste couponrente die de onderneming aan de bank betaalt. Tussen de bank en de onderneming wordt afgesproken dat deze vaste rente op een contractueel vastgelegd moment in de toekomst wordt betaald. Hierbij dienen drie situaties onderscheiden te worden. Ten eerste de situatie dat een herwaardering van het rentederivaat plaatsvindt op het moment van deze vaste rentebetaling door de onderneming aan de bank. Ten tweede de situatie dat het rentederivaat tussentijds wordt geherwaardeerd. Ten derde de situatie dat een tussentijdse herwaardering van het rentederivaat plaatsvindt, maar dat deze herwaardering eveneens gepaard gaat met een renteherziening van de variabele couponrente.

4.3.3.1 Waardering op het moment van uitbetaling van de vaste rentecoupon

De vaste rente wordt aan het einde van elke couponperiode betaald. De looptijd van zo'n couponperiode kan per derivatencontract verschillen. Ondanks dat de hoogte van de vaste rente die de onderneming betaalt aan de bank vaststaat kan het zo zijn dat de marktrente daalt of stijgt gedurende de looptijd van het derivatencontract. In deze paragraaf wordt aangenomen dat het rentederivaat wordt gewaardeerd op exact het moment dat de vaste rente door de onderneming aan de bank wordt betaald. Daarnaast valt de herwaardering van de renteswap op hetzelfde moment als de renteherziening van de variabele couponrente. Deze aanname is belangrijk, omdat de variabele couponrente anders eveneens de waarde van de renteswap beïnvloedt.¹⁹⁰

De variabele rente wordt namelijk, afhankelijk van welke EURIBOR wordt gehanteerd, elke periode herzien. Dit wordt het herzieningsmoment genoemd. Wanneer het waarderingsmoment van de IRS plaatsvindt op hetzelfde moment als dit herzieningsmoment,

¹⁸⁹ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H5.6.3

¹⁹⁰ Jörg Kienitz, 'Interest rate derivatives explained, Volume 1: products and markets', 2014, par. 3.4.

heeft de variabele couponrente een waarde van nihil.¹⁹¹ Op het moment dat een 3-maands EURIBOR wordt gehanteerd en de IRS wordt geherwaardeerd na 9 maanden speelt er geen probleem op bij de onderstaande waarderingsmethode. Dit probleem speelt wel op indien een 6-maands EURIBOR wordt gehanteerd en er wordt geherwaardeerd na 9 maanden. Op dat moment zit er namelijk nog een waarde in de lopende variabele coupon voor de komende 3 maanden.

Ter illustratie wordt een op 1 januari 2016 afgesloten IRS, met een looptijd van drie jaar en een koopsom van 1.000.000 euro gehanteerd. De vaste couponrente bedraagt 2% en de variabele couponrente is gebaseerd op de 6-maands EURIBOR. De vaste couponrente van 20.000 euro wordt door de onderneming jaarlijks op 31 december aan de bank betaald. Op 31 december 2016 is de marktrente gedaald naar 1,5% en vindt eveneens een herwaardering van de IRS plaats bij de onderneming.

In hoofdstuk 4.2 werd de tweede variant voor het bepalen van de waarde van een financieel product besproken. Bij de onderhavige variant wordt een fictieve renteswap gebruikt, waarbij de op dat moment geldende marktomstandigheden worden gehanteerd. Bij de herwaardering van een IRS wordt gesimuleerd dat het IRS-contract wordt geneutraliseerd door een dergelijke fictieve tegengestelde transactie te doen. Deze fictieve tegengestelde renteswap wordt een 'offsetting renteswap' genoemd. De vaste rente van de renteswap wordt fictief op het niveau van de marktrente op dat moment, namelijk 1,5%, gesteld. De offsetting renteswap krijgt een looptijd die gelijk is aan de looptijd van de resterende looptijd van het IRS-contract.¹⁹²

Met deze offsetting renteswap ontstaat een nieuwe fictieve kasstroom die precies gelijkloopt met de oorspronkelijke IRS. De onderneming ontvangt een vaste rente van 1,5% en betaalt een EURIBOR-coupon aan de bank.¹⁹³ Op dit moment zijn er als het ware drie transacties. De onderneming betaalt ten eerste de oorspronkelijke vaste couponrente van 2% over de koopsom. Ten tweede ontvangt de onderneming een fictieve inkomende kasstroom van de vaste couponrente van 1,5% over de koopsom. Ten derde betaalt de onderneming een

¹⁹¹ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H5.6.3

¹⁹² Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H5.6.1

¹⁹³ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H5.6.1

variabele couponrente die is gebaseerd op de EURIBOR. Het verschil tussen de uitgaande kasstroom van de vaste couponrente van 2% en de inkomende kasstroom van de fictieve vaste couponrente van 1,5% betekent dat voor de komende 2 jaar een negatieve kasstroom van 0,5% over de koopsom, ofwel 5.000 euro, ontstaat.

Zoals beschreven in hoofdstuk 4.2.1, moeten de toekomstige kasstromen nog contant gemaakt worden. Stel dat de marktrente voor 2017 en 2018 op 1,5% blijft hangen, dan leidt dit tot een totale negatieve marktwaarde van de IRS over de komende 2 jaar, zoals beschreven in tabel 2, van 9.779,- euro.

Tabel 2

Jaar	Kasstroom	Contante waarde
2017	$1.000.000 * (0,015 - 0,020) = -5.000$	$-5.000 / 1,015 = -4.926$
2018	$1.000.000 * (0,015 - 0,020) = -5.000$	$-5.000 / 1,015^2 = -4.853$
Totaal		-9.779

4.3.3.2 tussentijdse waardering van de vaste rentecoupon

In de vorige paragraaf werden twee aannames gedaan. Ten eerste werd de renteswap gewaardeerd op het moment van uitbetalen van de vaste couponrente door de onderneming. Ten tweede viel de herwaardering samen met de variabele renteherziening. De tweede aanname wordt in dit hoofdstuk aangehouden. Echter, wordt in het volgende voorbeeld de IRS geherwaardeerd na 1,5 in plaats van één jaar. De herwaardering van de IRS op 1 juli 2017 valt niet samen met het moment van de vaste couponrentebetaling, namelijk 31 december 2017. Hiermee komt de eerste aanname te vervallen en moet de waardering van de IRS eveneens worden gecorrigeerd voor de opgelopen rente, zoals beschreven in paragraaf 4.2.1.

In het voorbeeld wordt aangenomen dat de marktrente gedurende 2016 2% is gebleven en vanaf 1 juli 2017 tot en met 31 december 2018 1,5% bedraagt. De offsetting swap heeft op jaarbasis vanaf 1 juli 2017 een fictieve binnenkomende kasstroom van $1.000.000 * 0,015 = 15.000$ euro. Echter, zijn er slechts 6 maanden resterend in 2017. Zoals reeds aangegeven, geldt dat de betalingen van de offsetting renteswap voor de rest van de looptijd gelijklopen met de couponbetalingen van de oorspronkelijke IRS.¹⁹⁴ Zodoende bedraagt de binnenkomende fictieve kasstroom slechts 7.500, namelijk de helft van 15.000. De uitgaande

¹⁹⁴ Mr. drs. S.F.M. Niekel, 'Een multidisciplinaire analyse naar aanleiding van het cacaobonenarrest', WFR 2010/576, p. 6.

kasstromen van 20.000 van de oorspronkelijke vaste rentecoupon worden, zoals in paragraaf 4.2 werd aangegeven, wel volledig meegenomen, omdat deze vaste rentecouponbetaling betrekking heeft op zowel de periode voor als na 1 juli 2017.¹⁹⁵

Uit tabel 3 kan worden afgeleid dat de contante waarde van de kasstromen van de IRS tezamen een dirty market value hebben van 17.168 negatief. In deze dirty market value zit echter nog de opgelopen rente van het eerste half jaar van 2017. Zodoende is de clean market value van de IRS op 1 juli 2017 gelijk aan $-17.168 + (20.000 * 0,5) = 7.168$ negatief.

Tabel 3

Jaar	Kasstroom	Contante waarde
2017	$1.000.000 * (0,015 * 0,5 - 0,020) = -12.500$	$-12.500 / 1,015 = -12.315$
2018	$1.000.000 * (0,015 - 0,020) = -5.000$	$-5.000 / 1,015^2 = -4.853$
Totaal		-17.168

4.3.3.3 tussentijdse waardering van de vaste rentecoupon bij renteherziening variabele rentecoupon

In de vorige paragraaf verviel de aanname dat de waardering van de IRS tezamen ging met de betaling van de vaste rentecoupon door de onderneming. Echter, werd nog steeds aangenomen dat de herwaardering op het moment van de herziening van de variabele rentecoupon viel. De variabele rentecoupon wordt, afhankelijk van de gehanteerde EURIBOR, periodiek herzien. In het voorbeeld wordt een 6-maands EURIBOR gehanteerd. Dit betekent dat elk half jaar de hoogte van de variabele rentebetaling van de bank aan de onderneming opnieuw wordt vastgesteld.¹⁹⁶ Indien de renteswap op 1 september 2017 wordt geherwaardeerd blijft een resterende looptijd van 3 maanden van de vastgestelde EURIBOR gelden voor de variabele rente op het moment van waarden.

Laten we aannemen dat in ons voorbeeld de 6-maands EURIBOR op 1 januari 2016 is vastgesteld op 1% en deze waarde tot en met 1 juli 2017 blijft aanhouden. Op 1 juli 2017 wordt de variabele rentecoupon herzien en wordt geconstateerd dat de variabele rente op 1% wordt gefixeerd voor de komende 6 maanden. Dit betekent dat de onderneming een binnenkomende kasstroom van $1.000.000 * 6/12 * 0,01 = 5.000$ van de bank ontvangt. Echter,

¹⁹⁵ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H5.6.2

¹⁹⁶ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H3.1.1

wordt op 1 september 2017 de IRS geherwaardeerd. Om de marktwaarde van de variabele rentecoupon te berekenen moet de variabele rentecoupon van de oorspronkelijke lening worden afgezet tegen de waarde van de eerstvolgende variabele rentecoupon van de offsetting renteswap tegen huidige marktrente.¹⁹⁷ De reden dat slechts naar de variabele rentecoupon van de eerstvolgende periode wordt gekeken is doordat de variabele rentecoupon van de oorspronkelijke renteswap na de herziening weer marktconform is. Dit betekent eveneens dat deze identiek is aan de variabele rente van de offsetting swap. Wanneer de variabele renten weer gelijklopen na de renteherziening dan beïnvloeden ze niet meer de marktwaarde van de IRS.¹⁹⁸

Op het moment van de herwaardering heeft de oorspronkelijke variabele rentecoupon een resterende looptijd van 3 maanden. Voor de offsetting renteswap moet worden gekeken naar de huidige marktrente, ofwel de EURIBOR voor variabele rentecoupons. Laten we veronderstellen dat de 3-maands EURIBOR op 1 september 2017 op 0,8% staat. De waarde van de eerstvolgende variabele rentecoupon van de offsetting renteswap is in zo'n geval $1.000.000 * 3/12 * 0,008 = 2.000$. Deze fictieve variabele rentecoupon wordt door de onderneming aan de bank betaald. Hierdoor ontstaat een kasstroom van 5.000 door de inkomende kasstroom minus 2.000 van de uitgaande fictieve kasstroom. Deze positieve kasstroom van 3.000 moet contant worden gemaakt en worden gecorrigeerd voor de opgelopen rente.¹⁹⁹ Aangezien de 3-maands EURIBOR op 0,8% staat, bedraagt de contante waarde van de netto kasstroom, ofwel de dirty market value, voor drie maanden $3.000 / (1 + 3/12 * 0,008) = 2.994$, - euro. De opgelopen rente is de variabele rente die onder het gefixeerde variabele tarief al als rentekosten in aanmerking was genomen. Deze bedraagt $1.000.000 * 3/12 * 0,01 = 2.500$. Indien de dirty market value wordt gecorrigeerd voor de opgelopen rente komt er een clean market value van de variabele couponrente van de IRS uit van 494, - euro.

Indien de clean market value van de vaste rentecoupon en de clean market value van de variabele rentecoupon bij elkaar worden opgeteld kan de totale marktwaarde worden berekend. Dit geldt eveneens voor de dirty market value van de vaste en de variabele

¹⁹⁷ Jörg Kienitz, *Interest rate derivatives explained, Volume 1: products and markets*, 2014, par. 4.3.

¹⁹⁸ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, *Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers*, tweede druk, 2014, H5.6.3

¹⁹⁹ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, *Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers*, tweede druk, 2014, H5.6.3.

rentecoupons. Volledigheidshalve, dient te worden opgemerkt dat in de voorbeelden in de afgelopen paragrafen verschillende waarderingsmomenten zijn gehanteerd.

4.4 Swaption

Het voordeel van een renteswap, zoals besproken in paragraaf 4.3, is dat de rente kan worden vastgezet. Zodoende weet een onderneming precies wat haar rentekosten in de toekomst zullen zijn. De variabele rente van de onderliggende lening wordt ingeruild voor de vaste rente van de renteswap. Echter, betekent dit dat de onderneming in het geval van een dalende marktrente in de toekomst meer rente betaalt dan volgens de markt gangbaar is. Dit leidt tot een negatieve marktwaarde van de IRS, waardoor een liquiditeitsrisico wordt gelopen. Om dit nadeel op te lossen kan een onderneming een renteoptie afsluiten. Een renteoptie biedt als afschermend instrument, in tegenstelling tot een fixerend instrument, zoals een IRS, de mogelijkheid voor de onderneming om zich in te dekken tegen ongunstige renteontwikkelingen, maar laat de onderneming eveneens profiteren van de situatie dat de rente zich gunstig ontwikkelt.²⁰⁰ Een ander nadeel van een renteswap is dat overdekking kan plaatsvinden als financieringsbehoefte lager is dan verwacht. Deze overdekking zorgt ervoor dat de renteswap een speculatief karakter krijgt.²⁰¹ In deze scriptie blijven speculatieve derivaten buiten beschouwing. Zodoende wordt hier niet verder op ingegaan.

Een vorm van een renteoptie is een swaption. Een swaption is een optie op een renteswap, zoals de in hoofdstuk 4.3 besproken IRS. De onderneming mag tegen betaling van een premie kiezen of zij in de toekomst de renteswap aangaat tegen een vooraf vastgestelde vaste rente.²⁰² Hiermee zorgt de onderneming dat ze haar renterisico indekt, maar eveneens kan profiteren van gunstige marktrenteontwikkelingen. Hierbij kan onderscheid worden gemaakt tussen een payer's swaption en een receiver's swaption. Bij een payer's swaption heeft de koper het recht om op de onderliggende renteswap een vastliggende lange rente te betalen in de toekomst. Indien op het latere moment in de toekomst de marktrente hoger is dan de vooraf afgesproken vaste rente is de koper dus voordelig uit. Hier wordt ook wel gesproken van een in-the-money optie. De koper kan op zo'n moment namelijk de swaption

²⁰⁰ Drs. W. Bruins Slot, 'De invloed van afgeleide financiële instrumenten op de fiscale jaarwinst', WFR 1995/179.

²⁰¹ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H3.3.

²⁰² J. Trapman, 'Derivaten bij woningcorporaties', februari 2012.

uitoefenen²⁰³ en betaalt zodoende minder rente dan de marktrente.²⁰⁴ Indien de marktrente op het moment in de toekomst lager is dan de vooraf afgesproken vaste rente, wordt gesproken van een out-of-the-money optie. In zo'n situatie zal de onderneming ervoor kiezen om de swaption niet uit te voeren. De onderneming kan dan namelijk op de markt tegen een lagere vaste rente een renteswap aangaan.²⁰⁵ Bij een receiver's swaption heeft de koper het recht om op de onderliggende renteswap een vastliggende lange rente te ontvangen.²⁰⁶ In dit hoofdstuk zal worden ingegaan op de payer's swaption, waarbij de onderneming als koper kwalificeert.

In hoofdstuk 2.2.1 werd aangegeven dat volgens Thorbecke één van de risico's bij derivaten is dat de onderneming een groter risico kon nemen dan de initiële inleg.²⁰⁷ Het voordeel van een swaption is dat de onderneming slechts de premie verschuldigd is en hiermee een recht verschaft om later de renteswap te kunnen uitoefenen. De premie die wordt betaald kan als het ware worden gezien als een verzekering tegen renteschommelingen.²⁰⁸ Het gevaar bij swaptions zit echter in het feit dat deze op een bepaald moment in-the-money kunnen worden. Op het moment dat de onderneming de swaption dan uitoefent, zit zij vast aan de te betalen vaste rente van de onderliggende renteswap.²⁰⁹

4.4.1 Waardering swaption

Voor opties geldt een andere waarderingsmethodiek dan bij renteswaps. Hierbij wordt in het model van de waardering rekening gehouden met eventuele toekomstige koersveranderingen van de onderliggende waarde van de optie.²¹⁰ Indien de swaption out-of-the-money is zal het recht om de onderliggende renteswap te kopen niet worden uitgeoefend. Het verlies op de swaption is in zo'n geval beperkt tot de vooraf betaalde premie. De waarde bij het aangaan

²⁰³ Dit betekent dat zij het recht uitoefent om de vooraf afgesproken vaste rente te gaan betalen.

²⁰⁴ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H3.3.4.

²⁰⁵ J. Trapman, 'Derivaten bij woningcorporaties', februari 2012.

²⁰⁶ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H3.3.4.

²⁰⁷ W. Thorbecke, *Financial derivatives: Harnessing the Benefits and Containing the Dangers*, 1995, blz. 7

²⁰⁸ D. Akume, B. Luderer, G.W. Weber, *Pricing and hedging of swaptions*, 2003.

²⁰⁹ W. Thorbecke, *Financial derivatives: Harnessing the Benefits and Containing the Dangers*, 1995, blz. 7

²¹⁰ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H5 inleiding.

van een renteoptie wordt namelijk gesteld op de door de onderneming betaalde premie.²¹¹ Indien de swaption in-the-money is heeft de onderneming twee keuzes.

Ten eerste mag de onderneming de swaption uitoefenen, waardoor zij de onderliggende renteswap afsluit tegen de vooraf vastgestelde vaste rente. Hier wordt ook wel gesproken van een physical settlement, of volgens artikel 1:1 wft van een materiële aflevering. Bij een swaption wordt met deze materiële aflevering bedoeld dat het swaption-contract bij afwikkeling wordt omgezet in een nieuw contract. De swaption wordt in zo'n geval omgezet in een renteswap, zoals een in paragraaf 4.3 behandelde IRS, en zal het regime van deze renteswap gaan volgen. De enige kostenpost die in een dergelijk geval zit verbonden aan de swaption is de betaalde premie. De hoogte van deze premie hangt af van de implied volatility en hoe steil de rentecurve is. De implied volatility is de mate waarin bij het afsluiten van de swaption wordt verwacht dat de rente zal schommelen. De premie zal hoger zijn indien wordt verwacht dat de swaption in-the-money is op het uitoefenmoment.²¹²

Met betrekking tot de uitoefendatum zit een verschil tussen een Amerikaanse optie, een Bermuda optie en een Europese optie. Bij de Amerikaanse optie en de Bermuda optie mag de koper de optie tussentijds uitoefenen. Bij een Europese optie mag de koper slechts op de uitoefendatum de optie uitoefenen.²¹³ Voor het vervolg van deze scriptie wordt uitgegaan van een Europese optie ten aanzien van de swaption. Dit betekent dat de waardering van een swaption met name van belang is op het moment dat de renteoptie wordt uitgeoefend. Volledigheidshalve, is het goed om op te merken dat in paragraaf 4.5.1.1 de waardering van een andere soort renteoptie, namelijk de rentecap, wordt beschreven. Hierbij wordt wel de materie van een eventuele tussentijdse waardering, als gevolg van bijvoorbeeld een tussentijdse beëindiging, beschreven.

Ten tweede is het mogelijk dat de onderneming helemaal niet van plan was om de onderliggende renteswap te verwerven, of dat de onderneming toch tot directe afwikkeling van de swaption besluit. In dat geval wordt gesproken van het *unwinden* van de swaption. Het unwinden van een swaption houdt in dat de swaption door de onderneming beschikbaar wordt gesteld op de markt. Dit geschiedt door de waarde van de renteswap uit te keren aan

²¹¹ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H3.3.4.

²¹² M.G.C.M. Peeters en W.A.K. Rank, 'Effecten en vermogensrecht (Onderneming en recht nr. 63)', 27 juni 2011, par. 6.3.2.

²¹³ R.A. Brealey, S.C. Myers en F. Allen, 'Corporate Finance, New York (V.S.)', 2006, blz. 542.

de onderneming of door middel van een cash settlement. Bij een cash settlement wordt de tegenwaarde van de swaption in contanten uitbetaald aan de organisatie die de optie koopt.²¹⁴ De tegenwaarde van de swaption is in dat geval de marktwaarde. De marktwaarde wordt bepaald door middel van de contante waarde van het verschil tussen de, volgens het contract vastgelegde, vaste rente en de marktrente op het moment van uitoefenen van de swaption.²¹⁵

Volledigheidshalve, is het goed om te vermelden dat sprake kan zijn van een speculatief karakter bij een swaption, indien de onderneming helemaal niet van plan is om de swaption om te zetten in een renteswap. Op dat moment wordt namelijk puur gespeculeerd op een stijging van de vaste rente, waardoor de onderneming op een later moment de swaption kan afdoen door middel van een cash settlement. Aangezien in deze scriptie niet wordt ingegaan op rentederivaten met een speculatief karakter zou deze materie niet goed binnen dit hoofdstuk passen. Echter, is het eveneens mogelijk dat een swaption unwind wordt, omdat het project waarvoor de financieringsbehoefte was aangegaan niet meer doorgaat. In zo'n geval wordt met de swaption een recht verworven tot het afsluiten van een renteswap die de variabele rente van de onderliggende lening vastzet. Indien dit project binnen het straatje van de bedrijfsactiviteiten van een woningcorporatie valt, valt het aangaan en het unwinden van de swaption eveneens binnen de normale bedrijfsvoering van een corporatie, waardoor geen sprake is van een speculatief rentederivaat.

De contante waarde van de swaption wordt bij het unwinden en bij een cash settlement op de in tabel 4 afgebeelde manier berekend. Hierbij wordt als uitgangspunt genomen dat de onderneming met de swaption na jaar 1 het recht heeft om de onderliggende renteswap met een hoofdsom van 1.000.000, een looptijd van 4 jaar en met een vaste rente van 2% in jaar 1 uit te oefenen. Het gaat hierbij om een Europese optie. De premie is een eenmalige kostenpost bij het aangaan van de swaption in jaar 0 en zit zodoende niet in de contante waarde begrepen. De marktrente in jaar 1 bedraagt 2,5%, waardoor de swaption op dit moment in-the-money is. De gunstige marktrenteontwikkeling voor de onderneming bedraagt het verschil van 0,5% tussen de marktrente en de vooraf vastgestelde vaste rente.

²¹⁴ Mr. K.W.H. Broekhuizen & mr. M.G.C.M. Peeters Ph.D, 'GS Toezicht Financiële Markten, art. 1:1 Wft, aant. 221.7.4.2 Afwikkeling in contanten (cash settlement)', actueel t/m 01-05-2020.

²¹⁵ M.G.C.M. Peeters en W.A.K. Rank, 'Effecten en vermogensrecht (Onderneming en recht nr. 63), 27 juni 2011, par. 6.3.2.

Zodoende bedraagt het positieve saldo voor de onderneming van de vaste rente jaarlijks $1.000.000 * 0,5\% = 5.000$ euro. Het bedrag van 18.810 euro moet bij een cash settlement aan de nieuwe koper van de swaption worden betaald.

Tabel 4

Jaar	Positieve saldo vaste rente	Contante waarde
1	5.000	$5.000/1,025 = 4.878$
2	5.000	$5.000/1,025^2 = 4.759$
3	5.000	$5.000/1,025^3 = 4.643$
4	5.000	$5.000/1,025^4 = 4.530$
Totaal		18.810

4.5 Rentecap with knock-in floor

Uit paragraaf 2.2.1 bleek dat Marcel de Vries eveneens gestructureerde rentederivaten voor Vestia aantrok. Gestructureerde rentederivaten kunnen worden opgedeeld in gestructureerde rentederivaten met verkochte optionaliteit en gestructureerde rentederivaten zonder verkochte optionaliteit. Bij de eerstgenoemde is sprake van een optie op een product dat de onderneming aan de bank heeft verkocht. Onder deze rentederivaten met verkochte optionaliteit vallen onder andere rentecaps met een floor, ook wel rentecollars genoemd.²¹⁶ Een speciale variant van een rentecollar is de rentecap with knock-in floor. Rentecollars en rentecaps with knock-in floors zijn niet exact hetzelfde. Het verschil zal in paragraaf 4.5.4 worden uitgelegd.

In deze scriptie wordt slechts ingegaan op de renterisico-afdekkende kant van rentederivaten. Een rentecap with knock-in floor kan net als een swaption een speculatief karakter hebben. Dit speculatieve karakter zit met name in de floor-functie van het gestructureerde rentederivaat. Deze problematiek is van belang bij de toepassing van de hedge-jurisprudentie op de rentecap with knock-in floor en zal zodoende in paragraaf 4.5.5 verder worden toegelicht. Voor nu wordt, met betrekking tot de rentecap with knock-in floor, de lijn aangehouden dat dit rentederivaat een renterisico-afdekkend karakter heeft.

De rentecap with knock-in floor is een rentederivaat dat bestaat uit een combinatie van twee soorten opties, namelijk een rentecap en een knock-in floor. De knock-in floor

²¹⁶ Derivatencommissie, 'Herstelkader rentederivaten', 19 december 2016, par. 3.2.5.

bestaat eveneens uit twee elementen, namelijk een rentefloor en een knock-in functie. De onderneming heeft de knock-in floor aan de bank verkocht en krijgt hiervoor een rentecap terug. Met dit gestructureerde rentederivaat wordt kortweg bewerkstelligd dat de onderneming een vooraf afgesproken vaste rente gaat betalen, indien de rente onder het niveau van de knock-in floor daalt. Op dat moment treedt namelijk de rentefloor in werking. Daarnaast is de onderneming verzekerd van een maximaal vastgesteld renteniveau middels de cap-functie.²¹⁷ Ter illustratie, werd in HR 28-06-2019 aangegeven dat de onderneming bij de rentecap with knock-in-floor de werkelijke EURIBOR betaalt op het moment dat deze binnen de 'bandbreedte' komt te vallen. Wanneer de EURIBOR onder de ondergrens komt te vallen, gaat de onderneming weer de vaste rente betalen. Zodoende zou de koper van de optie, volgens de adviseur, nooit meer betalen dan de vaste rente.²¹⁸

De in de vorige alinea genoemde bandbreedte is de marge tussen de uitoefenprijs van de rentefloor en de rentecap. In paragraaf 4.5.1 en 4.5.2 zullen deze twee rentederivaten worden besproken. In de hier opvolgende paragraaf zal de rentecollar worden besproken. Een rentecap with knock-in floor is namelijk een soort rentecollar, waarbij de rentefloor een knock-in functie heeft. In paragraaf 4.5.4 en 4.5.5 wordt een verdere uiteenzetting van de toepassing van de rentecap with knock-in floor en het verschil met de rentecollar gegeven. Volledigheidshalve, is het goed om op te merken dat in de komende paragrafen in sommige gevallen wordt gesproken van een rentecap en een knock-in floor als afzonderlijke instrumenten. Echter, is bij de rentecap with knock-in floor slechts sprake van één financieel instrument met een cap -en knock-in floorfunctie. Desalniettemin, is het voor de onderneming eveneens mogelijk om de instrumenten afzonderlijk van elkaar af te sluiten.²¹⁹

4.5.1 Rentecap

Een rentecap is een soort renteoptie die de onderneming kan afsluiten bij de bank. Bij de renteopties wordt gesproken van een referentierente en een uitoefenprijs. Met de referentierente wordt de gehanteerde 3-maands of de 6-maands EURIBOR bedoeld. De uitoefenprijs is het renteniveau waarbij een optie wordt uitgeoefend. Hier wordt ook wel naar gerefereerd als het strikeniveau.

²¹⁷ Derivatencoömissie, 'Herstellkader rentederivaten', 19 december 2016, par. 3.2.6.

²¹⁸ HR 28-06-2019, nr. 18/03941, ECLI:NL:HR:2019:1046, RCR 2019/77.

²¹⁹ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H3.3.3

Door middel van een rentecap is de onderneming beschermd tegen een stijging van de referentierente boven een vooraf overeengekomen niveau.²²⁰ Indien de referentierente boven de uitoefenprijs komt te liggen wordt door de bank een bedrag aan de onderneming uitgekeerd. Het bedrag dat door de bank aan de onderneming wordt uitgekeerd is het verschil tussen de hoogte van de referentierente en de uitoefenprijs.²²¹ Indien bijvoorbeeld de 6-maands EURIBOR wordt gehanteerd dan wordt elke 6 maanden gekeken of de referentierente boven de uitoefenprijs ligt. Dit moment wordt ook wel de expiratedatum genoemd. Een rentecap is eigenlijk een soort reeks aan Europese call-opties voor rente. Elk expiratiemoment waarop de rentecap wordt getoetst vormt een eigen caplet. Een rentecap bestaat zodoende uit een collectie van caplets die gezamenlijke één uitoefenprijs hanteren.²²²

De uitoefenprijs is het renteniveau waarbij een optie uitgeoefend kan worden. In paragraaf 4.4 zagen we dat een swaption slechts uitgeoefend kan worden indien de optie in-the-money is. Bij een optie is het belangrijk om te zien dat deze slechts een intrinsieke waarde heeft indien deze in-the-money is. Een rentecap is in-the-money en heeft zodoende een intrinsieke waarde op het moment dat de referentierente hoger is dan de uitoefenprijs. Op het moment dat de referentierente gelijk is aan de uitoefenprijs, dit wordt ook wel at-the-money genoemd, of lager is dan de uitoefenprijs, heeft de rentecap geen intrinsieke waarde en zal deze niet worden uitgeoefend.²²³ Het verschil met de swaption is dat de rentecap direct wordt uitgeoefend, indien de referentierente boven het vooraf vastgesteld renteniveau komt. Op dit moment wordt namelijk de cap bereikt.²²⁴ Het vooraf vastgestelde renteniveau wordt ook wel het strikeniveau genoemd. Dit strikeniveau biedt de onderneming als het ware een plafond voor de stijging van de rente, waartegen de onderneming zich kan indekken.²²⁵ Kortom, betekent dit dat de uitoefenprijs van een rentecap het vooraf bepaalde renteniveau, ofwel het strikeniveau, betreft.

Een rentecap heeft eigenlijk wel iets weg van een verzekering. In ruil voor het plafond dat de bank aan de onderneming aanbiedt, betaalt de onderneming een premie aan de

²²⁰ Derivatencommissie, 'Herstellkader rentederivaten', 19 december 2016, par. 2.2.2.

²²¹ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H3.3.1

²²² James A Primbs, 'A Factor Model Approach to Derivative Pricing', 2016.

²²³ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H3.3.1

²²⁴ D.N. Chorafas, 'Introduction To Derivative Financial Instruments: Options, Futures, Forwards, Swaps, and Hedging, New York (V.S.)', 2008, blz. 156.

²²⁵ Derivatencommissie, 'Herstellkader rentederivaten', 19 december 2016, par. 2.1.1

bank.²²⁶ Het betalingsmoment van deze premie hangt af van het type rentecap. Bij een spread premium rentecap wordt de premiebetaling verdeeld over de looptijd van de rentecap. Bij een up-front premium rentecap wordt de premie bij het afsluiten van het cap-contract betaald.²²⁷ Bij een up-front premium rentecap is sprake van een up-front betaling van de premie. Bij een spread premium rentecap is sprake van een amortisatie van de premie. Wanneer de premie bij de laatstgenoemde wordt uitgesmeerd over het jaar, worden de premiebetalingen vaak uitgedrukt als een percentage van de hoofdsom van de rentecap. De onderneming zal de premiebetalingen van de rentecap doorgaans op hetzelfde moment als de rentecouponbetalingen van de onderliggende lening laten vallen. Hiermee bewerkstelligt zij dat haar effectieve renteniveau wordt bepaald door de rentecouponbetalingen van de onderliggende lening, de premiebetalingen van de rentecap en de mogelijke uitkering van de bank. Daarnaast worden de totale rentekosten van de onderneming gemaximeerd tot de uitoefenprijs en premiebetaling van de cap en een eventuele kredietopslag van de lening.²²⁸

4.5.1.1 Waardering van een rentecap

Bij de waardering van een rentecap en de betrokken betalingen, zijn een aantal aspecten van belang. De hoofdsom van de cap wordt vooraf vastgesteld door de bank en de onderneming. De uitkering door de bank aan de onderneming op het moment dat de referentierente boven de uitoefenprijs stijgt is gebaseerd op de hoofdsom.²²⁹ Stel dat de hoofdsom van de rentecap 1.000.000 bedraagt, met een looptijd van 2 jaar, een strikeniveau van 2,5% en een referentierente gebaseerd op de 6-maands EURIBOR. Met een looptijd van 2 jaar en een 6-maands EURIBOR bestaat de cap uit 4 caplets. Stel dat de 6-maands EURIBOR op de expiratedatum van de derde caplet op 3% staat, dan bedraagt de uitkering van de bank aan de onderneming $1.000.000 * (3\% - 2,5\%) * 0,5 = 2.500,-$ in dat jaar. De halvering van de uitkering komt voort uit het feit dat het een 6-maands EURIBO wordt gehanteerd. Deze ziet zodoende op een half jaar.

²²⁶ K. Roozen en B. Kamp, 'Derivaten in de Nederlandse jaarrekening', 2016, H3.

²²⁷ Derivatencommissie, 'Herstellkader rentederivaten', 19 december 2016, par 2.1.1.

²²⁸ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H3.3.1

²²⁹ K. Roozen en B. Kamp, 'Derivaten in de Nederlandse jaarrekening', 2016, H6.

De premie staat vanaf het moment van aangaan van de rentecap vast. De waarde van de optie is op het moment van aangaan van de rentecap gelijk aan deze betaalde premie.²³⁰ Indien sprake is van een up-front premium, betaalt de onderneming bij het aangaan bijvoorbeeld 4.000,- voor de rentecap. Indien sprake is van een spread premium, wordt de premie geamortiseerd over het aantal caplets van de rentecap. In het voorbeeld van de vorige alinea zijn dit 4 perioden. Zodoende betaalt de onderneming 1.000,- premium per periode. Wanneer we dit uitdrukken als percentage van de hoofdsom dan betaalt de onderneming een premie van $1.000 / 1.000.000 * 100\% = 0,1\%$ per periode. Op jaarbasis levert dit zodoende 0,2% aan extra rentekosten op.

Wat opvalt bij de waardering van een rentecap is dat de marktwaarde voor de koper van de optie niet onder nihil kan dalen. In deze constatering zitten een aantal belangrijke aspecten. Ten eerste is het van belang dat deze stelling geldt vanuit de kant van de koper. Bij een rentecap is dit de onderneming en bij een rentefloor is dit de bank.²³¹ De rentefloor zal in de volgende paragraaf worden besproken. Ten tweede is tot nu toe slechts gekeken naar de waarde die ontstaat, door de uitkering die de bank aan de onderneming betaalt, als gevolg van een stijging van de referentiewaarde boven de uitoefenprijs. Naar deze waarde werd gerefereerd als de intrinsieke waarde van de rentecap. Indien de referentierente onder de uitoefenprijs blijft doet de rentecap in principe helemaal niks. Dit geeft dan ook precies de reden waarom de marktwaarde van een rentecap niet onder nihil kan dalen. De bank betaalt slechts een uitkering aan de onderneming op het moment dat de referentierente boven de uitoefenprijs stijgt. Wanneer het verschil tussen de referentierente en uitoefenprijs positief is en de rentecap zodoende in-the-money is, kan de rentecap, middels de intrinsieke waarde, een waarde aannemen. Op het moment dat het verschil negatief is en de rentecap zodoende out-of-the-money is, wordt de optie helemaal niet uitgeoefend. Echter, vertegenwoordigt de rentecap eveneens een waarde op het moment dat de referentierente onder de uitoefenprijs blijft. Bij het waarderen van een rentecap moet namelijk rekening worden gehouden met mogelijke ontwikkelingen van de intrinsieke waarde gedurende de looptijd van de optie. Aan

²³⁰ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H5.8

²³¹ K. Roozen en B. Kamp, 'Derivaten in de Nederlandse jaarrekening', 2016, H6.

deze mogelijke toekomstige ontwikkelingen van de intrinsieke waarde kan een waarde worden verbonden door middel van de verwachtingswaarde.²³²

De verwachtingswaarde ziet op de mogelijke ontwikkelingen van de intrinsieke waarde gedurende de looptijd van de optie. Aangezien de intrinsieke waarde bij een rentecap niet verder kan dalen dan nihil is de verwachtingswaarde eveneens altijd positief. Door deze verwachtingswaarde is de waarde van de optie gedurende de looptijd dan ook groter dan uitsluitend de intrinsieke waarde. Een belangrijk aspect hierbij is dat de intrinsieke waarde van de rentecap in principe oneindig positief kan blijven toenemen. Op het moment dat de EURIBOR-rente namelijk oneindig blijft stijgen moet de bank een steeds grotere vergoeding aan de onderneming betalen, waardoor het verschil tussen de uitoefenprijs en de referentierente blijft toenemen. De waarde van de rentecap wordt dan ook mede door de volatiliteit van de EURIBOR en de resterende looptijd van de rentecap bepaald. Een langere looptijd zorgt immers voor een potentiële sterkere fluctuatie van de EURIBOR.²³³

Zo blijkt dat bij het bepalen van de marktwaarde van de rentecap veel factoren een rol spelen. Om de marktwaarde exact te bepalen wordt het Black Scholes model gebruikt. Bij dit model kan rekening worden gehouden met de volatiliteit van de rente voor elke afzonderlijke caplet.²³⁴ Dit model vergt een uitgebreide mathematische uitleg. Hier zal zodoende niet verder op worden ingegaan. In paragraaf 4.5.3 wordt een versimpeld voorbeeld gegeven van de marktwaarde van de rentecollar. Ondanks dat het hier gaat om het ontstaan van een negatieve marktwaarde middels de rentefloor, kan dezelfde waarderingsgedachte eveneens op het ontstaan van een positieve marktwaarde middels de rentecap worden toegepast.

4.5.2 Rentefloor

Een rentefloor is in principe het tegenovergestelde van een rentecap. De rentefloor is een renteoptie die bestaat uit verschillende floorlets. Deze floorlets hebben, net als caplets bij de rentecap, een vooraf vastgestelde uitoefenprijs. Echter, wordt de optie in het geval van een rentefloor direct uitgeoefend op het moment dat de referentierente onder de uitoefenprijs

²³² Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H5.8

²³³ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H5.8

²³⁴ De Oliveira Andersson, Fandom Tchomgouo, Mai, Zhang, 'Caps Floors and Collars', 10 december 2004, H2.5.

daalt. De floorlets zijn eigenlijk allemaal zelfstandige Europese putopties.²³⁵ Net als bij de rentecap, wordt als referentierente de EURIBOR gehanteerd. Het strikeniveau ligt bij het aangaan van de rentefloor onder de referentierente. Een rentefloor beschermt eigenlijk tegen het risico dat de variabele rente onder een vooraf vastgesteld niveau komt te liggen.²³⁶

Op het moment dat de referentierente onder de uitoefenprijs daalt betaalt de onderneming een bedrag aan de bank. Dit bedrag bestaat, net als bij de rentecap, uit het verschil tussen de referentierente en de uitoefenprijs, uitgedrukt in de hoofdsom van de rentefloor.²³⁷ In ruil voor deze garantie voor de bank, om gedurende de looptijd van de rentefloor een minimaal rentetarief te ontvangen, betaalt de bank een eenmalige premie aan de onderneming. Het is goed om te zien dat bij een rentefloor de onderneming de verkoper is en de bank de koper van de renteoptie. Hierbij bepaalt de onderneming dan ook het strikeniveau van de optie.²³⁸

Bij het afsluiten van een rentefloor gaat de onderneming een verplichting aan waarbij de te betalen variabele rente wordt geminimaliseerd. Zij dekt zich als het ware in tegen het risico van een rentedaling, maar niet van een rentestijging. Het renterisico dat met de rentefloor gepaard gaat is groot en de onderneming zal zo'n optie meestal niet los afsluiten. Een rentefloor wordt daarentegen wel vaak afgesloten als onderdeel van een rentecollar.²³⁹ In de paragraaf 4.5.3 zal worden beschreven wat deze rentecollar precies inhoudt, maar eerst komt de waardering van de rentefloor aan bod.

4.5.2.1 Waardering van een rentefloor

Een belangrijk verschil tussen de rentefloor en de rentecap zit in het feit dat de bank de koper van de rentefloor is. Zoals beschreven in paragraaf 4.5.1.1 kan de optie voor de koper nooit een negatieve marktwaarde krijgen. Deze scriptie is echter geschreven vanuit het oogpunt van de onderneming, ofwel de verkoper van de renteoptie. Net als een rentecap, heeft de rentefloor voor de onderneming geen intrinsieke waarde op het moment dat de referentierente de uitoefenprijs niet overschrijdt. Daarentegen, wordt bij de rentefloor onder een overschrijding verstaan dat de referentierente onder de uitoefenprijs van de rentefloor

²³⁵ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H3.3.2

²³⁶ Mr. R.J. Botter, 'Derivaten in de publieke sector', Ondernemingsrecht 2013/43, H2.

²³⁷ Jörg Kienitz, 'Interest rate derivatives explained, Volume 1: products and markets', 2014, par. 7.2.

²³⁸ Mr. R.J. Botter, 'Derivaten in de publieke sector', Ondernemingsrecht 2013/43, H2.

²³⁹ Derivatencommissie, 'Herstellkader rentederivaten', 19 december 2016, par. 2.1.1.

daalt.²⁴⁰ De marktwaarde van de rentefloor wordt, net als bij de rentecap, bepaald aan de hand van de uitoefenprijs van de renteoptie, de referentierente, de volatiliteit van de referentierente en de resterende looptijd. De rentefloor kan wel een negatieve marktwaarde aannemen voor de onderneming.²⁴¹

De negatieve marktwaarde van de rentefloor ontstaat als volgt. Op het moment dat de EURIBOR onder het strikeniveau van de rentefloor zakt, moet de onderneming het verschil tussen de referentierente en de uitoefenprijs van de rentefloor aan de bank betalen. De effectieve rente die de onderneming betaalt is gelijk aan de rente van het strikeniveau, terwijl de marktrente daaronder ligt. De onderneming betaalt zodoende meer rente dan volgens de markt gangbaar zou zijn. De rentefloor heeft op dat moment een negatieve marktwaarde.²⁴² Een voorbeeld van het ontstaan van een negatieve marktwaarde bij een rentefloor wordt gegeven in paragraaf 4.5.3 met betrekking tot de rentecollar. Bij zo'n rentecollar is het namelijk mogelijk om de premie voor de renteoptie bij het berekenen van de marktwaarde buiten beschouwing te laten. Hierdoor wordt duidelijk hoe de negatieve marktwaarde van de rentefloor ontstaat, als gevolg van een fluctuatie van de EURIBOR.

Een ander belangrijk aspect is dat een rentefloor, net als een rentecap, een separaat contract is. Dit betekent dat zo'n derivatencontract eveneens afzonderlijk moet worden beëindigd wanneer bijvoorbeeld de onderliggende lening wordt afgelost. Met zo'n rentefloor is de bank verzekerd van een minimale rente van de onderneming. Wanneer de rentefloor tussentijds wordt beëindigd verdwijnt deze verzekering. Zodoende moet de onderneming bij de afkoop van de rentefloor een afkoopsom betalen aan de bank.²⁴³ Op deze afkoopsom bij rentederivaten zal verder worden ingegaan in paragraaf 5.4.2.1.

4.5.3 Rentecollar

Een rentecollar bestaat uit een door de onderneming gekochte rentecap en een verkochte rentefloor. De onderneming betaalt een premie aan de bank voor de rentecap en ontvangt een premie voor de rentefloor.²⁴⁴ Bij deze rentecollar wordt een bandbreedte afgesproken

²⁴⁰ HR 28-06-2019, nr. 18/03941, ECLI:NL:HR:2019:1046, RCR 2019/77, p. 5.4.

²⁴¹ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H5.8

²⁴² De Oliveira Andersson, Fandom Tchomgouo, Mai, Zhang, 'Caps Floors and Collars', 10 december 2004, H3

²⁴³ Jörg Kienitz, *Interest rate derivatives explained, Volume 1: products and markets*, 2014, par. 1.5.

²⁴⁴ Drs. W. Bruins Slot, 'De invloed van afgeleide financiële instrumenten op de fiscale jaarwinst', WFR 1995/179.

waarbij het strikeniveau van de rentefloor als ondergrens dient en het strikeniveau van de rentecap als bovengrens. Tussen deze bandbreedte kan de referentierente zich bewegen zonder dat een extra uitkering plaatsvindt. De rentecap en rentefloor van de rentecollar hebben dezelfde looptijd, referentierente en uitoefenmomenten.²⁴⁵ Net als bij een rentecap en rentefloor, kiest de koper van de rentecollar de looptijd en de strikeniveaus van de rentecollar. Op het moment dat de referentierente zich buiten de bandbreedte van één van de strikeniveaus begeeft wordt, net als bij de rentecap en rentefloor, de uitkering berekend aan de hand van het verschil tussen het strikeniveau en de referentierente, de hoofdsom en de resterende looptijd.²⁴⁶ Het voordeel van een rentecollar is dat de renteoptie de onderneming veel rentezekerheid geeft, omdat zij exact weet in welke bandbreedte de variabele rentekosten vallen. Hierbij geeft met name de rentecap de onderneming zekerheid met betrekking tot de maximale rentekosten en wordt het renterisico van de onderneming zoveel mogelijk beperkt.²⁴⁷

In paragraaf 4.5.1 en 4.5.2 werd aangegeven dat in ruil voor de rentecap of rentefloor een premie wordt betaald. De extra kosten die voor de onderneming verbonden zitten aan de rentecollar hangen af van de hoogte van de te betalen en de te ontvangen premie. Zo ontvangt de onderneming een hogere premie op het moment dat zij het strikeniveau van de rentefloor verhoogt. In dat geval zal de referentierente immers sneller onder het strikeniveau komen te vallen, waardoor de onderneming een vergoeding aan de bank moet betalen.²⁴⁸ Daarentegen, betaalt de onderneming een hogere premie op het moment dat de uitoefenprijs van de rentecap lager wordt gesteld. Op dat moment zal de referentierente immers sneller boven het strikeniveau van de rentecap komen te vallen, waardoor de onderneming sneller een vergoeding van de bank ontvangt. Indien de onderneming kiest voor een zero-cost strategy vallen de premies voor de rentecap en de rentefloor volledig tegen elkaar weg. Op deze manier kan de onderneming haar rentekosten minimaliseren.²⁴⁹ Het nadeel van een zero-cost strategy is dat het strikeniveau van de rentefloor relatief hoog moet worden gezet.²⁵⁰

²⁴⁵ HR 28-06-2019, nr. 18/03941, ECLI:NL:HR:2019:1046, RCR 2019/77, p. 5.4.

²⁴⁶ De Oliveira Andersson, Fandom Tchomgouo, Mai, Zhang, 'Caps Floors and Collars', 10 december 2004, H4.1/4.2

²⁴⁷ Mr. R.J. Botter, 'Derivaten in de publieke sector', Ondernemingsrecht 2013/43, H2.

²⁴⁸ De Oliveira Andersson, Fandom Tchomgouo, Mai, Zhang, 'Caps Floors and Collars', 10 december 2004, H4.4

²⁴⁹ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H 3.3.3

²⁵⁰ De Oliveira Andersson, Fandom Tchomgouo, Mai, Zhang, 'Caps Floors and Collars', 10 december 2004, H 4.6

Ter illustratie, is onderstaand een voorbeeld opgenomen van de marktwaarde van een rentecollar. Hierbij wordt aangenomen dat een zero-cost strategy wordt gevolgd, zodat geen premiekosten worden betaald door de onderneming aan de bank. De rentefloor heeft een hoofdsom van 1.000.000, een strikeniveau van 2% voor de rentefloor en een strikeniveau van de rentecap van 4,5%. De 6-maands EURIBOR bedraagt op 1 januari 2017 3%. In tabel 5 wordt versimpeld weergegeven hoe een negatieve marktwaarde van de rentecollar door de rentefloor, ontstaat naar aanleiding van een daling van de 6-maands EURIBOR naar 1,5% op 31 december 2018. Hierbij wordt aangenomen dat de referentierente tussen 1 januari 2017 en 31 juni 2018 binnen de bandbreedte van de rentecollar is gebleven. Op 31 december 2018 betaalt de onderneming een bedrag van 2.500,- euro aan de bank. Op dat moment bedraagt de contante marktwaarde van de rentecollar 2.463,- euro negatief.²⁵¹ Anderzijds kan het zijn dat de EURIBOR boven het strikeniveau van de cap van de rentecollar valt. Op dat moment betaalt de bank een uitkering aan de bank, zoals beschreven in het voorbeeld bij paragraaf 4.5.1.1.

Tabel 5

Jaar	Kasstroom	Contante waarde
31 juni 2017	-	
31 dec 2017	-	
31 juni 2018	-	
31 dec 2018	$1.000.000 * (0,015 - 0,020) / 2 = -2.500$	$-2.500 / 1,015 = -2.463$
Totaal		-2.463

4.5.4 Waardering rentecap with knock-in floor

Net als een rentecollar, bestaat een rentecap with knock-in floor uit een rentecap en een rentefloor. Het verschil tussen een rentecap with knock-in rentefloor en een normale rentecollar zit echter in de knock-in functie. Bij een normale rentecollar is de door de onderneming te betalen rente gelijk aan het strikeniveau van de rentefloor, indien de referentierente onder de uitoefenprijs van de rentefloor zakt. Daarnaast is de voor de onderneming te betalen rente gelijk aan het strikeniveau van de rentecap, indien de rente boven het strikeniveau van de rentecap stijgt.

²⁵¹ De Oliveira Andersson, Fandom Tchomgouo, Mai, Zhang, 'Caps Floors and Collars', 10 december 2004, H 3.2

Net als bij een normale rentecollar, betaalt de onderneming bij een rentecap with knock-in floor een variabele rente, indien de rente binnen de bandbreedte blijft. Daarnaast, wordt de rente eveneens gecapped op het strikeniveau van de rentecap op het moment dat de referentierente boven de uitoefenprijs van de rentecap uitstijgt.²⁵² Het verschil met de rentecollar is dat de onderneming, bij een rentecap with knock-in floor, het strikeniveau van de rentecap gaat betalen, wanneer de referentierente onder het strikeniveau van de rentefloor zakt. De vergoeding, die de onderneming aan de bank betaalt, is dan ook niet gelijk aan het verschil tussen de referentierente en de uitoefenprijs van de rentefloor, maar aan het verschil tussen de referentierente en de uitoefenprijs van de rentecap. Het kan dan ook zo zijn dat de rentecap with knock-in floor van het ene op het andere moment een zeer negatieve marktwaarde krijgt.²⁵³

Ter illustratie, wordt het voorbeeld uit paragraaf 4.5.3 gebruikt. Een daling van de referentierente onder het strikeniveau van de floor zorgde op 31 december 2018 voor een negatieve marktwaarde van de rentecollar van 2.463,- euro. Stel dat in het voorbeeld geen sprake was van een rentecollar, maar van een rentecap with knock-in floor. De EURIBOR bedraagt op 31 juni 2018 2,1%. Dit betekent dat, puur uitgaande van de intrinsieke waarde van de rentecollar, de rentefloor out-of-the money is en de marktwaarde positief is. Een daling van de EURIBOR op 31 december 2018 tot 1,5% betekent echter dat de onderneming, in plaats van het strikeniveau van de floor van 2%, het strikeniveau van de rentecap van 4,5% moet betalen. Op 31 december 2018 betaalt de onderneming een bedrag van 15.000,- euro aan de bank. Zoals weergegeven in tabel 6, bedraagt de contante marktwaarde van de rentecollar op dat moment 14.778,- euro negatief.

Tabel 6

Jaar	Kasstroom	Contante waarde
31 juni 2017	-	
31 dec 2017	-	
31 juni 2018	-	
31 dec 2018	$1.000.000 * (0,015 - 0,045) / 2 = -15.000$	$-15.000 / 1,015 = -14.778$
Totaal		-14.778

²⁵² HR 28-06-2019, nr. 18/03941, ECLI:NL:HR:2019:1046, RCR 2019/77, p. 2.7.

²⁵³ Derivatencommissie, 'Hersteltkader rentederivaten', 19 december 2016, par. 3.2.10.A.2.1

Uit dit voorbeeld blijkt duidelijk dat een rentecap with knock-in floor een zeer risicovol product is, waarbij de marktwaarde van het rentederivaat in één klap zeer negatief kan worden. Een voordeel van de rentecap with knock-in floor is dat de onderneming als compensatie voor het grotere risico dat wordt gelopen eveneens een hogere premie krijgt. Bij een normale rentecollar gaat een lager strikeniveau van de rentecap gepaard met een hogere te betalen premie, of een hoger strikeniveau van de rentefloor, indien een zero-cost strategy wordt gespeeld. Door middel van de knock-in functie kan de onderneming een lager strikeniveau van de rentecap zetten, zonder dat de rentefloor hoger hoeft te worden gezet. Anderzijds, kan een onderneming, in ruil voor het hogere risico dat de knock-in functie met zich meebrengt, eveneens voor een hogere premie kiezen.²⁵⁴

Kortom, wordt de waarde van een rentecollar bepaald door het risico dat het rentederivaat met zich meebrengt. Enerzijds, kan de onderneming ervoor kiezen om een groter risico te nemen door, ofwel de rentefloor te verhogen, ofwel voor een knock-in floor te kiezen. Een groter risico voor de onderneming betekent immers eveneens een hogere te ontvangen premie. Anderzijds, kan de onderneming zich in grotere mate indekken tegen renterisico's, door de rentecap te verlagen. Dit brengt echter met zich mee dat de onderneming een hogere premie aan de bank moet betalen voor het afsluiten van het rentederivaat. Bij het afsluiten van rentecollar kan de onderneming met al deze variabelen schuiven.

4.5.5 Rentefloor en rentecap with knock-in floor als renterisico-afdekkend instrument.

Zoals aangegeven in hoofdstuk 4.5.2.1, kan afgevraagd worden of een rentefloor daadwerkelijk een renterisico-afdekkende functie vervult, omdat met de rentefloor slechts tegen het risico van een rentedaling wordt ingedekt. Deze vraag wordt nogmaals duidelijk bij de bespreking van de rentecollar. De onderneming ontvangt ter compensatie van het afsluiten van de rentefloor een premie van de bank. Deze premie kan worden gebruikt om de premie van de rentecollar te compenseren. Op het moment dat de te ontvangen premie van de rentefloor gelijk is aan de te betalen premie van de rentecollar is sprake van een zero-cost strategy.

²⁵⁴ Neil C. Schofield, 'Commodity derivatives: Markets and applications', 2021, par. 13.4.2.2.

Enigszins vooruitlopend op hetgeen besproken in hoofdstuk 5, mag geen hedge-accounting worden toegepast volgens IFRS, voor zover een rentecollar niet per saldo is.²⁵⁵ Een rentecollar is niet per saldo op het moment dat de waarde van de verkochte rentefloor hoger is dan de gekochte rentecollar. Dit zou betekenen dat geen hedge-accounting mag worden toegepast op het moment dat de door de onderneming betaalde premie van de rentefloor groter is dan de ontvangen premie van rentecollar. Mijns inziens kan een rentefloor slechts als renterisico-afdekkend instrument worden gezien, voor zover de ontvangen premie van de rentefloor wordt aangewend om de premie van de rentecap, die wél een renterisico afdekt, te verlagen. Logischerwijs, volgt hier eveneens uit dat een rentefloor niet als renterisico-afdekkend instrument kan worden gezien op het moment dat deze afzonderlijk wordt afgesloten en niet de premie van de rentecap verlaagt.

De in de vorige alinea beschreven zienswijze op het risico-afdekkende aspect van de rentefloor geldt mijns inziens eveneens voor de knock-in functie. De knock-in rentefloor verhoogt, naast de te ontvangen premie van de onderneming, het renterisico van het rentederivaat. Een verhoging van het renterisico is in mijn ogen niet in lijn met de normale bedrijfsvoering van een woningcorporaties. Bij de rentecap with knock-in floor is dan ook slechts sprake van een risico-afdekkend instrument, voor zover de ontvangen premie van de knock-in floor de premie van de rentecap niet te boven gaat en wordt gebruikt om de premie van de rentecap te compenseren.

4.6 conclusie

In dit hoofdstuk werden drie soorten renterisico-afdekkende derivaten onder de loep genomen, namelijk de interest rate swap, de swaption en de rentecap with knock-in floor. Deze rentederivaten dekken het renterisico af van de onderliggende variabelrentende lening, die het EURIBOR-rentetarief volgt. Voordat aan de waardering van deze rentederivaten kon worden toegekomen, werd beschreven hoe de waardering van financiële instrumenten geschiedt. Financiële instrumenten worden op de present value gewaardeerd. Hierbij moet rekening worden gehouden dat de kasstromen contant worden gemaakt en dat rekening wordt gehouden met compounded interest. Daarnaast kunnen de dirty money value en de clean market value worden onderschreden door te corrigeren voor opgelopen rente.

²⁵⁵ Zie hoofdstuk 5.3.1.1 van deze scriptie voor verdere toelichting.

Met een IRS kan de onderneming de variabele rente van de onderliggende lening omzetten in een vaste rente. Echter, krijgt de IRS een negatieve marktwaarde op het moment dat de marktrente onder het vaste te betalen bedrag daalt. De onderneming betaalt dan immers meer rente dan volgens de markt gangbaar is. Daarnaast kan de marktwaarde van de IRS worden beïnvloed door een fluctuatie van de variabele couponrente die de onderneming ontvangt. Deze negatieve marktwaarde leidt tot een liquiditeitsrisico voor de onderneming door de margincall-verplichtingen en breakclausules die op het IRS-contract rusten.

Bij het bepalen van de marktwaarde van de IRS werd rekening gehouden met drie situaties. Ten eerste de situatie dat de herwaardering plaatsvindt op het moment dat het uitbetalen van de vaste couponrente en de herwaardering samenvalt met de variabele renteherziening. Op dit moment beïnvloedt de variabele rente niet direct de marktwaarde van de IRS. Ten tweede de situatie dat de herwaardering van de IRS samenvalt met de variabele renteherziening, maar dat de herwaardering niet plaatsvindt op hetzelfde moment als het uitbetalen van de vaste couponrente door de onderneming. Op dat moment moet de waardering van de IRS gecorrigeerd worden voor de opgelopen rente. Ten derde de situatie dat eveneens de aanname verdwijnt dat de herwaardering van de IRS op hetzelfde moment als de herziening van de variabele rentecoupon valt. In dit geval beïnvloedt de variabele rentecoupon wel direct de waarde van de IRS.

Een swaption is een renteoptie die de onderneming, tegen betaling van een premie, het recht geeft om een renteswap, tegen een vooraf vastgestelde vaste rente, op een bepaald moment in de toekomst, af te sluiten. Hiermee zorgt de onderneming dat ze haar renterisico indekt, maar eveneens kan profiteren van gunstige marktrenteontwikkelingen. Een swaption kan door de onderneming worden uitgeoefend op het moment dat de marktrente op het vooraf bepaalde moment in de toekomst hoger is dan de vastgestelde vaste rente. Op dat moment is de renteoptie in-the-money. De onderneming kan in een dergelijk geval ervoor kiezen om de swaption uit te oefenen, waardoor de swaption wordt omgezet in een renteswap, of om de swaption te unwinden. Bij het unwinden van een swaption wordt het recht, om de renteoptie om te zetten in een renteswap, op de markt beschikbaar gesteld middels een cash settlement of door de waarde van de renteswap uit te keren aan de onderneming. In het laatste geval krijgt de onderneming een bedrag ter waarde van de marktwaarde. De positieve marktwaarde wordt bepaald door de contante waarde van het verschil tussen de marktrente en de vooraf vastgestelde vaste rente.

Bij het unwinden van de swaption kan bedacht worden dat sprake is van een speculatief karakter. Dit is mijns inziens niet het geval wanneer een bepaald project, waarvoor de swaption is aangegaan, geen doorgang vindt. Op dat moment past het unwinden van de swaption wel binnen de normale bedrijfsvoering van de woningcorporatie. Op het moment dat de swaption out-of-the-money is, wordt de swaption door de onderneming niet uitgeoefend en is het verlies voor de onderneming beperkt tot de betaalde premie.

De rentecap with knock-in floor is een rentederivaat, bestaande uit twee renteopties, namelijk een rentecap en een rentefloor met een knock-in functie. Bij een rentecap is de onderneming, tegen vergoeding van een premie, als het ware verzekerd tegen een plafond van de te betalen rente op de onderliggende lening. Een rentefloor verzekert de bank van een ondergrens van de door de onderneming te betalen rente over de onderliggende lening. De referentierente van de renteoptie is de gehanteerde EURIBOR. De uitoefenprijs, ook wel het strikeniveau, van de renteoptie is het renteniveau waarbij de optie wordt uitgeoefend. Op het moment dat de referentierente boven de uitoefenprijs van de rentecap stijgt, ontvangt de onderneming een vergoeding van de bank. Op het moment dat de referentierente onder de uitoefenprijs van de rentefloor daalt, betaalt de onderneming een vergoeding aan de bank. De knock-in functie van de rentefloor zorgt ervoor dat, op het moment dat de referentierente onder de uitoefenprijs van de rentefloor daalt, de onderneming direct het renteniveau van de uitoefenprijs van de rentecap aan de bank moet betalen.

De marktwaarde van renteopties bestaat uit de intrinsieke waarde en de verwachtingswaarde. Een renteoptie neemt slechts een intrinsieke waarde aan op het moment dat de referentieprijs de uitoefenprijs van ofwel de rentecap, ofwel de rentefloor overschrijdt. De vergoeding die moet worden betaald is gelijk aan het verschil tussen de referentierente en de uitoefenprijs, uitgedrukt in de hoofdsom van de onderliggende lening. De verwachtingswaarde ziet op de mogelijke ontwikkelingen van de intrinsieke waarde gedurende de looptijd van de optie. Het verlies dat middels de rentecap kan worden geleden is beperkt tot de betaalde premie. De rentecap wordt immers slechts uitgeoefend wanneer de referentierente de uitoefenprijs overstijgt. De intrinsieke waarde is dan ook altijd positief en de verwachtingswaarde oneindig positief.

Bij de rentefloor geldt in principe precies het tegenovergesteld. De rentefloor wordt slechts uitgeoefend op het moment dat de referentierente onder de uitoefenprijs daalt. Bij de rentecap with knock-in floor zorgt de knock-in functie ervoor dat de vergoeding, die de

onderneming aan de bank betaalt, niet gelijk is aan het verschil tussen de referentierente en de uitoefenprijs van de rentefloor, maar aan het verschil tussen de referentierente en de uitoefenprijs van de rentecap. Hierdoor kan de rentecap with knock-in floor van het ene op het andere moment een zeer negatieve marktwaarde krijgen. Naar aanleiding van deze uiteenzetting werd duidelijk hoe de negatieve marktwaarde bij een rentecollar en een rentecap with knock-in floor, als gevolg van een daling van de referentierente onder de uitoefenprijs van de rentefloor, wordt bepaald. Deze waardering kan overigens eveneens worden toegepast bij het bepalen van de positieve marktwaarde van de rentecap, als gevolg van een stijging van de referentierente boven de uitoefenprijs.

Tot slot, werd besproken in hoeverre de knock-in floor als renterisico-afdekkend instrument kan worden gezien. Het is hierbij mijns inziens doorslaggevend dat de voor de knock-in floor ontvangen premie, wordt aangewend ter compensatie van de voor de rentecap te betalen premie. Zoals eerder in dit hoofdstuk werd aangegeven, was deze conclusie noodzakelijk om verder te kunnen met hetgeen in het volgende hoofdstuk zal worden besproken, namelijk de hedge-jurisprudentie.

Hoofdstuk 5 Fiscale jaarwinstbehandeling van renterisico-afdekkende derivaten.

5.1 Inleiding

In hoofdstuk 3 werd uiteengezet dat het afdekken van renterisico's onder de normale bedrijfsvoering van een woningcorporatie valt. Vervolgens werd aangegeven dat slechts activiteiten die tot de normale bedrijfsvoering van een onderneming behoren, tot de totaalwinst, volgens artikel 3.8 wet IB, van de onderneming kunnen worden gerekend. Het resultaat van een woningcorporaties dat voortvloeit uit het afdekken van renterisico's middels rentederivaten valt dan ook onder de totaalwinst van de woningcorporatie. Deze totaalwinst moet, middels de regels van goed koopmansgebruik van artikel 3.25 wet IB, aan de verschillende jaren worden toegerekend. In dit hoofdstuk zal dan ook worden toegekomen aan deze jaarwinstproblematiek.

In paragraaf 5.2 wordt ten eerste een korte toelichting gegeven van goed koopmansgebruik en de drie beginselen die hieraan ten grondslag liggen. Vervolgens wordt in paragraaf 5.3 de verhouding van goed koopmansgebruik ten aanzien van rentederivaten uiteengezet. Hierbij zullen de hedge-arresten en de mogelijkheid tot het in samenhang waarderen van rentederivaten en de onderliggende lening worden besproken. Op het moment dat deze materie duidelijk is, wordt in hoofdstuk 5.4 besproken hoe volgens de regels van goed koopmansgebruik moet worden omgegaan met de drie verschillende rentederivaten, zoals besproken in hoofdstuk 4, en met veranderingen van de marktwaarde van deze renterisico-afdekkende derivaten. In dit hoofdstuk zal tevens aandacht worden besteed aan de vraag hoe volgens goed koopmansgebruik moet worden omgegaan met de premiekosten van renteopties.

5.2 Goed koopmansgebruik

De fiscale jaarwinst wordt conform artikel 3.25 wet IB bepaald op basis van goed koopmansgebruik. Goed koopmansgebruik is niet vastgelegd in een wettelijk kader, maar de term sluit in beginsel aan bij wat een goede koopman behoort te doen.²⁵⁶ Hierbij wordt zoveel mogelijk aangesloten bij de bedrijfseconomische invulling van het begrip. Door de open norm van goedkoopmansgebruik kan worden ingespeeld op maatschappelijke ontwikkelingen en

²⁵⁶ MvT, Kamerstukken II 1939/40, 239, nr. 3, p.8.

opvattingen. De norm wat volgens een goed koopman als goed kan worden beschouwd en wat bedrijfseconomisch goed is, kan in de praktijk nogal eens uit elkaar lopen.²⁵⁷ De uiteenlopende doelstelling zit veelal in het feit dat de fiscale winstberekening is gericht op het bepalen van de belastbare jaarwinst, terwijl de bedrijfseconomische winstbepaling is gericht op het verschaffen van informatie.²⁵⁸ Volgens Smeets is een synthese tussen de fiscale en commerciële winstbepalingsvoorschriften niet mogelijk, maar ook niet wenselijk.²⁵⁹

De grondslag van goed koopmansgebruik ligt in de drie hoofdbeginselen, namelijk het realiteitsbeginsel, het voorzichtigheidsbeginsel en het eenvoudsbeginsel. De rangorde van de beginselen wordt bepaald door de feiten en omstandigheden. Het *realiteitsbeginsel* kan worden opgedeeld in het veroorzakingsbeginsel en het matchingsbeginsel. Het veroorzakingsbeginsel, ook wel het realisatiebeginsel genoemd, stelt dat baten en lasten moeten worden toegerekend aan het fiscale resultaat van het jaar waarin ze worden gerealiseerd.²⁶⁰ Deze realisatie van de baten vindt volgens de Hoge Raad plaats op het moment dat de dienst is verricht of de goederen zijn geleverd en de koopprijs is ontvangen of een vordering is opgenomen.²⁶¹ Volgens het matchingsbeginsel moeten lasten worden toegerekend aan het jaar waarin de bijbehorende baten in aanmerking worden genomen. Het *voorzichtigheidsbeginsel* stelt dat je jezelf niet rijker mag rekenen dan je bent. Winsten hoeven pas in aanmerking genomen te worden indien deze daadwerkelijk zijn gerealiseerd.²⁶² Verliezen mogen daarentegen direct in aanmerking worden genomen. Dit verschil in fiscale behandeling wordt ook wel het impariteitsbeginsel genoemd.²⁶³ Volgens het *eenvoudsbeginsel* moet de wijze van het bepalen van de fiscale jaarwinstberekening praktisch hanteerbaar en controleerbaar zijn en moet deze aansluiten bij de omvang van de onderneming.²⁶⁴

²⁵⁷ Prof. dr. L.G.M. Stevens, 'Inkomstenbelasting 2001 (Fiscale handboeken nr. 2) 2020', 01-03-2020, par. 5.4.2 de samenhang tussen de totale winst en de jaarwinst punt 273

²⁵⁸ Prof. dr. L.G.M. Stevens, 'Inkomstenbelasting 2001 (Fiscale handboeken nr. 2) 2020', 01-03-2020, par. 5.2.2 de samenhang tussen de totale winst en de jaarwinst 5.2.2 punt 201

²⁵⁹ Smeets, 'Het winstbegrip: een synthese tussen fiscale en commerciële winstbepaling?', 2010.

²⁶⁰ P. Visser en R.E.F.M. van der Vloet, 'Introductie van een piekvereiste voor het vormen van een fiscale voorziening groot onderhoud?', WFR 2020/159, p. 3.

²⁶¹ HR 17-06-1959, nr. 13 902, ECLI:NL:HR:1959:AY0900, BNB 1959/304.

²⁶² HR 30-05-1956, nr. 12 639, ECLI:NL:HR:1956:AY4063, BNB 1956/222.

²⁶³ Prof. dr. P.H.J. Essers, 'Cursus Belastingrecht; inkomstenbelasting, onderdeel 3.2.16.B.b3', 2015.

²⁶⁴ P. Visser en R.E.F.M. van der Vloet, 'Introductie van een piekvereiste voor het vormen van een fiscale voorziening groot onderhoud?', WFR 2020/159, p. 3.

5.3 Goed koopmansgebruik bij derivaten

De door Smeets beschreven uiteenlopende commerciële en fiscale voorschriften worden bij de rentederivaten eveneens duidelijk. Ten aanzien van de fiscale winstbepaling bestaan geen uitgesproken regels over derivaten. Zodoende heeft de ondernemer binnen goed koopmansgebruik relatief veel vrijheid.²⁶⁵ Echter, ontstaan er complicaties indien te veel vrijheid binnen goed koopmansgebruik ten aanzien van derivaten wordt geboden aan de onderneming. Zo kan bijvoorbeeld worden bedacht in welk jaar de baten of lasten van een renteoptie in aanmerking moeten worden genomen.

Ter illustratie, kan volgens het realisatiebeginsel worden gesteld dat een rentecap wordt gerealiseerd op het moment dat de renteoptie wordt uitgeoefend. De rentecap wordt uitgeoefend op het moment dat de referentierente boven het strikeniveau van de rentecap uitstijgt. Betekent dit dan ook dat de baten op het moment van uitoefening in aanmerking moeten worden genomen? Als dit het geval blijkt te zijn, speelt de vraag op aan welk jaar de kosten van de door de onderneming betaalde premie moeten worden toegerekend. Volgens het matchingsbeginsel moeten de kosten van de premie namelijk in aanmerking worden genomen in het jaar waarin de baten in aanmerking worden genomen. Indien de baten op het moment van uitoefening in aanmerking moeten worden genomen, kunnen de premiekosten van de rentecap slechts worden toegerekend aan de jaren dat de referentierente het strikeniveau passeert. Dit zou betekenen dat geen premiekosten in aanmerking mogen worden op het moment dat de referentierente gedurende de levensduur van de rentecap niet boven de uitoefenprijs uitstijgt. In dit hoofdstuk zal duidelijk uiteen worden gezet hoe volgens goed koopmansgebruik moet worden omgegaan met de toerekening van kosten en baten van rentederivaten aan de verschillende jaren.

Desalniettemin, komt eveneens de vraag op hoe moet worden omgegaan met de positieve of negatieve marktwaarde van een rentederivaat. Volgens het voorzichtigheidsbeginsel hoeven winsten pas te worden genomen indien ze werkelijk worden gerealiseerd, terwijl verliezen wel in één keer in aanmerking mogen worden genomen. Dit zou betekenen dat de negatieve marktwaarde in één keer in aanmerking mag worden genomen in het jaar dat deze ontstaat. Als dit het geval blijkt te zijn kan afgevraagd worden hoe moet worden omgegaan met de waarde van de onderliggende lening. Een rentederivaat is een

²⁶⁵ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H9 inleiding

separaat contract en vertegenwoordigt dan ook zelfstandig een waarde, naast de waarde van de onderliggende lening.²⁶⁶ Echter, gaat de negatieve marktwaarde van bijvoorbeeld een rentecap with knock-in floor, als gevolg van een daling van de EURIBOR onder het strikeniveau van de floor, gepaard met een stijging van de marktwaarde van de onderliggende lening, als gevolg van deze daling van de EURIBOR. De correlatie in de verandering van de marktwaarde van de twee financiële producten wekt de vraag op of de twee fiscaal separaat moeten behandeld. In paragraaf 5.3.1 wordt dan ook gekeken hoe het zit met de mogelijkheid tot het samenhangend waarden van rentederivaten en de onderliggende lening.

5.3.1 Samenhangende waardering

Een rentederivaat is, net als de onderliggende lening, een separaat contract dat de onderneming afsluit bij de bank. Het rentederivaat en de onderliggende lening komen dan ook afzonderlijk op de balans te staan.²⁶⁷ De waardeontwikkeling van een renterisico-afdekkende derivaat hangt echter wel samen met de waardeontwikkeling van de onderliggende lening. Zo zal de waarde van een IRS bij een daling van de rente naar beneden gaan, terwijl de waarde van de onderliggende lening zal stijgen. Hierdoor wordt het verlies van het derivaat als het ware gecompenseerd met de waardemutatie van de onderliggende lening.²⁶⁸ In de jurisprudentie is dan ook veelvuldig de vraag gesteld of de waardeontwikkeling van een rentederivaat in samenhang met de waardeontwikkeling van de onderliggende lening moet worden behandeld, of dat het resultaat van het rentederivaat afzonderlijk in de fiscale winst mag worden genomen.²⁶⁹

De gedachte achter het samenhangend waarden ligt in het realiteitsbeginsel. Volgens dit beginsel van goed koopmansgebruik kan een onderneming geen verlies nemen wat zij niet leidt. Hieronder valt eveneens een verlies dat later wordt geneutraliseerd door een voordeel met dezelfde ontstaansgrond als het verlies. Met dezelfde ontstaansgrond bij rentederivaten wordt de waardeontwikkeling van de onderliggende lening bedoeld. In de praktijk wordt bedoeld op bijvoorbeeld de waardedaling van een pand als gevolg van

²⁶⁶ Jörg Kienitz, *Interest rate derivatives explained, Volume 1: products and markets*, 2014, par. 7.2.

²⁶⁷ Drs. W. Bruins Slot, 'De invloed van afgeleide financiële instrumenten op de fiscale jaarwinst', WFR 1995/179, p. 2.1.1.

²⁶⁸ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H9.2.2

²⁶⁹ Zie de hedge-jurisprudentie, zoals beschreven in paragraaf 5.3.1.3 van deze scriptie en de conclusie van de Hoge Raad op 8 november 2019.

bijvoorbeeld brandschade. Indien deze brandschade wordt gedekt door de verzekering mag het verlies niet ten laste van het resultaat worden gebracht.²⁷⁰ In paragraaf 4.4 en 4.5.1 werd al gesteld dat rentederivaten hetzelfde soort karakter als een verzekering hebben. Het verschil met een rentederivaat is echter dat de onderneming zich niet tegen een financieel risico verzekert, maar zich ertegen indekt.

Het belang van de mogelijk verplichte samenhangende waardering van rentederivaten en de onderliggende lening zit in de vraag of de waardeontwikkelingen van het renterisico-afdekkende derivaat en de onderliggende lening samen moeten worden genomen. Wanneer binnen de fiscale winstbepalingsregels niet wordt verplicht tot samenhangende waardering, brengt het voorzichtigheidsbeginsel met zich mee dat de negatieve marktwaarde van een rentederivaat direct afzonderlijk ten laste van de winst mag worden gebracht, terwijl het realisatiebeginsel meebrengt dat de positieve marktwaarde van de onderliggende lening niet bij het resultaat hoeft te worden gerekend.²⁷¹

Het samenhangend waarderen van een derivaat en de gedekte positie komt eveneens voor binnen de commerciële winstbepaling. Hier wordt ook wel gesproken van hedge-accounting. Door de hedge-accounting wordt een soort matching van de resultaten van beide instrumenten bewerkstelligd. Hierbij kan het gebeuren dat een resultaat eerder of juist later wordt genomen dan wanneer de transactie geen onderdeel had uitgemaakt van de hedge-accounting.²⁷² De hedge-accountingsregels geven een duidelijk beeld van de gedachtegang achter het samenhangend waarderen binnen de fiscale winstbepaling en ten aanzien van hetgeen besproken in de hedge-jurisprudentie. Voordat deze hedge-jurisprudentie wordt besproken, zal dan ook eerst naar de commerciële hedge-accountingregels worden gekeken.

5.3.1.1 Volgens de commerciële accountancyregels

Ten aanzien van de commerciële en fiscale winstbepaling gelden andere regels voor het samenhangend waarderen. Volgens de commerciële accountingregels is uitsluitend sprake van een recht om hedge-accounting toe te passen bij risico-afdekkende derivaten, terwijl de Hoge Raad bij de fiscale winstbepaling dit soms afdwingt.²⁷³ Deze scriptie ziet op de fiscale

²⁷⁰ Drs. W. Bruins Slot, 'Het in samenhang waarderen', TFO 2019/165.4, par. 3.1.1.

²⁷¹ Zie HR 8 november 2019, nr. 18/01352, ECLI:NL:HR:2019:1721, BNB 2020/13, p. 2.6.

²⁷² K. Roozen en B. Kamp, 'Derivaten in de Nederlandse jaarrekening', 2016, H4.

²⁷³ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H9 inleiding

behandeling van rentederivaten en niet op de accountancyregels. Desalniettemin, geven de hedge-accountingregels een duidelijk beeld van de gedachtegang bij het samenhangend waarderen. Overigens, geeft Bruins Slot aan dat bij de beoordeling of voor de fiscale jaarrekening in samenhang moet worden gewaardeerd, steeds meer moet worden gekeken of volgens de verslaggevingsvereisten hedge-accounting mag worden toegepast.²⁷⁴

De onderneming heeft bij het opstellen van de commerciële jaarrekening het recht om hedge-accounting toe te passen. Hierbij is het wel van belang dat met het rentederivaat wordt beoogd een financieel risico af te dekken. De verwerking van derivaten binnen IFRS moet dan ook aansluiten bij het daadwerkelijke gebruik. Deze gedachtegang sluit aan bij hetgeen besproken in hoofdstuk 4 van deze scriptie. Hierin werd namelijk aangenomen dat de rentederivaten slechts als renterisico-afdekkend instrument fungeerden en niet speculatief van aard waren. Indien een rentederivaat puur risico-afdekkend wordt gebruikt, worden normaliter geen tussentijdse resultaten verwerkt.²⁷⁵

Hedge-accounting is volgens IFRS een keuze voor de onderneming. Om de hedge-accountingregels te mogen volgen moet met het rentederivaat een renterisico worden afgedekt. Dit betekent dat slechts de hedge-accountingregels gelden voor het deel van het rentederivaat dat de onderliggende lening hedged. Op het moment dat een onderdeel van de waardeverandering wordt uitgesloten, mag volgens RJ 290.628 voor dit onderdeel geen hedge-accounting worden toegepast. Zo kan het bij opties voorkomen dat onder IFRS slechts de intrinsieke waarde als afdekkingsinstrument kan worden genomen.²⁷⁶

Bij opties is het van belang dat dit bij aanvang per saldo gekochte opties zijn. Bij een rentecollar moet de gekochte call, ofwel de rentecap, een hogere waarde hebben dan de verkochte put, de rentefloor. Daarnaast moet de onderneming een kleinere premie hebben betaald aan de bank dan andersom.²⁷⁷ Indien de waarde van de verkochte floor hoger is dan de gekochte cap, is geen sprake van een per saldo geschreven optie. Deze mag dan ook niet in de hedge-relatie worden opgenomen.²⁷⁸ De gedachte hierachter is dat een hogere premie door de onderneming wordt ontvangen voor de rentefloor op het moment dat een groter

²⁷⁴ Drs. W. Bruins Slot, 'Het in samenhang waarderen', TFO 2019/165.4, par. 3.1.2.

²⁷⁵ K. Roozen en B. Kamp, 'Derivaten in de Nederlandse jaarrekening', 2016, H1.

²⁷⁶ K. Roozen en B. Kamp, 'Derivaten in de Nederlandse jaarrekening', 2016, H3.

²⁷⁷ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H3.3.3

²⁷⁸ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, blz. 154

renterisico wordt gelopen. Deze ontvangen premie bepaalt in eerste instantie de waarde van de renteoptie. Wanneer door de onderneming een hogere premie wordt ontvangen voor de rentefloor dan wordt betaald voor de rentecap, betekent dit dat de waarde van de verkochte rentefloor hoger is dan de gekochte cap. De floor-functie van de rentecollar wordt gedeeltelijk niet als een risico-afdekkend instrument gezien en mag zodoende voor het niet per-saldo gedeelte niet in de hedge-relatie worden opgenomen.²⁷⁹

Dit kan verholpen worden door twee afzonderlijke contracten, namelijk een separaat rentecap-contract en een rentefloor-contract af te sluiten, in plaats van één rentecollar. Bij een dergelijke constructie kwalificeert de rentecap wel als hedge-instrument, maar de rentefloor niet. De twee renteopties kunnen in dat geval in de hedgerelatie worden opgenomen, voor zover zij als hedge-instrument kwalificeren.²⁸⁰ Deze gedachtegang is in lijn met hetgeen besproken in hoofdstuk 4.5.5 van deze scriptie. Met een rentefloor wordt slechts het 'risico' van een dalende rente afgedekt. De vraag of een rentefloor überhaupt als risico-afdekkend instrument fungeert en zodoende hedge-accounting op het instrument kan worden toegepast, hangt mijns inziens af van de vraag in hoeverre de ontvangen premie wordt gebruikt om de premie van de rentecap te betalen.

Kortom, is het van belang om in te zien dat binnen de commerciële accountancyregels een strikt onderscheid wordt gemaakt tussen derivaten die een risico afdekken en zodoende samenhangend mogen worden gewaardeerd, tegenover derivaten die speculatief van aard zijn en zodoende niet samenhangend mogen worden gewaardeerd. In de volgende paragraaf zal worden gekeken hoe volgens de fiscale winstbepaling tegen het in samenhang waarderen wordt aangekeken.

5.3.1.2 Verschil met de fiscale regels

Het feit dat de onderneming binnen de commerciële jaarrekening de keuze heeft om hedge-accounting toe te passen, vormt het grondvest voor fiscale doeleinden bij de vraag of het rentederivaat en de onderliggende lening in samenhang moeten worden gewaardeerd. Fiscaal wordt in tegenstelling tot de commerciële winstbepaling, middels de hedge-jurisprudentie,

²⁷⁹ K. Roozen en B. Kamp, 'Derivaten in de Nederlandse jaarrekening', 2016, H3.

²⁸⁰ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H3.3 (ook voetnoot 11)

soms afgedwongen om in samenhang te waarderen.²⁸¹ Voordat aan deze hedge-jurisprudentie in paragraaf 5.3.1.2 wordt toegekomen, worden in deze paragraaf twee belangrijke aspecten beschreven die ontstaan naar aanleiding van het verschil de samenhangende waardering binnen de fiscale en commerciële jaarrekening. Het is hierbij goed om in gedachten te houden dat de onderneming volgens IFRS slechts de keuze heeft om hedge-accounting toe te passen op een rentederivaat dat het renterisico van de onderliggende lening afdekt. Wanneer de onderneming dit wil toepassen, moet zij aantonen dat de hedge-relatie doelbewust is opgezet.

Het eerste belangrijkste aspect dat ontstaat naar aanleiding van het verschil binnen de commerciële en fiscale winstbepaling, ziet op een derivaat dat zelfstandig vermogenswinsten genereert, ofwel een speculatief rentederivaat. Bij oprichting en liquidatie van de onderneming is het commerciële vermogen gelijk aan het fiscale vermogen. De verschillende grondslagen²⁸² of toepassing van de deelnemingsvrijstelling kunnen ervoor zorgen dat timingverschillen ontstaan tussen de commerciële en fiscale winstberekening ontstaan. De fiscale winstbepaling bij derivaten is namelijk enigszins in lijn met de bedrijfseconomische principes, maar kent volgens het voorzichtigheidsbeginsel grenzen ten aanzien van het samenhangend waarderen. In paragraaf 5.3.1 werd reeds aangegeven dat volgens het voorzichtigheidsbeginsel verliezen direct in aanmerking kunnen worden genomen, terwijl winsten pas worden genomen op het moment dat ze worden gerealiseerd. Zodoende kunnen binnen de fiscale jaarrekening positieve waardeontwikkelingen van een rentederivaat, in tegenstelling tot de commerciële jaarrekening, worden uitgesteld.²⁸³ Voor dit verschil in de commerciële en fiscale jaarrekening wordt in de commerciële jaarrekening een belastinglatentie opgenomen. Indien de commerciële winst voorloopt op de fiscale winst, wordt een verplichting opgenomen. Indien de commerciële winst achterloopt op de fiscale winst, wordt een vordering opgenomen.²⁸⁴

Het tweede belangrijke verschil bij de commerciële en fiscale winstbepalingsregels, ziet op het feit dat commercieel slechts hedge-accounting mag worden toegepast, wanneer

²⁸¹ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H9

²⁸² IFRS of RJ voor de commerciële jaarrekening tegenover goed koopmansgebruik voor de fiscale jaarrekening.

²⁸³ Mr. drs. S.F.M. Niekel, 'Toepassing hedge accounting bij anticiperende hedges in gevaar?', WFR 2003/823.

²⁸⁴ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H9.1/9.2.1

een hedge-relatie bestaat en dat deze relatie door de onderneming moet worden aangetoond en de onderneming zelf de keuze mag maken om hedge-accounting toe te passen. Enigszins vooruitlopend op de volgende paragraaf, kan de onderneming voor fiscale doeleinden daarentegen worden verplicht tot samenhangende waardering van het rentederivaat en de onderliggende lening. Deze lijn volgde uit één van de arresten van de hedge-jurisprudentie, namelijk het cacaobonenarrest.²⁸⁵ In dit arrest gaf de Hoge Raad aan dat de onderneming volgens goed koopmansgebruik in samenhang moet waarderen, indien met het instrument wordt beoogd het risico af te dekken en de fiscus zelfs kan verplichten om in samenhang te waarderen. Door deze samenhangende waardering wordt een negatieve waardeontwikkeling van het rentederivaat gecompenseerd met de positieve waardeontwikkeling van de onderliggende lening.²⁸⁶

Wanneer de onderneming ervoor kiest om binnen de commerciële jaarrekening geen hedge-accounting toe te passen, maar het rentederivaat in de economische zin wel een positie afdekt, waardoor fiscaal wel in samenhang moet worden gewaardeerd, kan de situatie optreden dat binnen de commerciële jaarrekening een verlies tot uitdrukking komt dat bedrijfseconomische niet wordt geleden.²⁸⁷ De gedachte hierachter is als volgt. Fiscaal wordt de bedrijfseconomische betekenis gevolgd. Wanneer volgens de hedge-jurisprudentie wordt verplicht tot samenhangende waardering, wordt vanuit bedrijfseconomische perspectief een verlies op het rentederivaat, als gevolg van een daling van de rente, weggestreept tegen de winst van de onderliggende lening. Dit betekent dat het verlies bedrijfseconomische niet wordt gezien, maar het volgens de commerciële jaarrekening wel tot uitdrukking komt.

Nu het verschil tussen de commerciële en de fiscale behandeling, ten aanzien van de samenhangende waardering, duidelijk is en vaststaat dat de Hoge Raad in het cacaobonenarrest de lijn van de verplichte samenhangende waardering volgde, zal in de komende paragraaf het fundament van de samenhangende waardering binnen de fiscale winstbepaling, namelijk de hedge-jurisprudentie, verder worden toegelicht.

²⁸⁵ HR 10-04-2009, nr. 42916, ECLI:NL:PHR:2009:AZ7364, BNB 2009/271 (Cacaobonen-arrest).

²⁸⁶ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H9.2.2

²⁸⁷ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H9.2.2

5.3.1.3 Hedge-arresten

Zoals reeds benoemd, kan een rentederivaat als een soort verzekering tegen financiële risico's van de onderliggende lening worden gezien. Onder de veronderstelling dat de onderliggende lening een variabele rente kent, dekt de onderneming, zoals besproken in hoofdstuk 4, het variabele renterisico af door de onderliggende lening te hedgen. Hedgen kan kortweg worden uitgelegd als de situatie dat tegenover een waardedaling van de onderliggende lening, als gevolg van stijging van de rente, een waardestijging van het rentederivaat staat. Echter, kan het voorkomen dat de omvang deze waardestijging niet zeker is. Voor deze onzekerheid is de hedge-jurisprudentie²⁸⁸ in het leven geroepen.

De hedge-jurisprudentie ziet op fair-value hedges. Hierbij dekt een onderneming zich in tegen een ongewenste waardeontwikkeling van een activum of passivum. Daarentegen, dekt een onderneming zich middels een cashflow hedge in tegen een ongewenste waardeontwikkeling van toekomstige geldstromen.²⁸⁹ Ondanks dat rentederivaten onder de cashflow hedge vallen, geeft de hedge-jurisprudentie, die op de fair-value hedges ziet, een duidelijk beeld van de gedachtegang die de Hoge Raad hanteert met betrekking tot de samenhangende waardering van een rentederivaat en de onderliggende lening. Volgend op de hedge-jurisprudentie, werd in de jurisprudentie ingegaan op de vraag of de hedge-jurisprudentie eveneens kan worden toegepast op cashflow hedges.²⁹⁰

In dit hoofdstuk wordt eerst ingegaan op de hedge-jurisprudentie, waarbij wordt gekeken naar fair-value hedges, en vervolgens op de cashflow hedge arresten. Deze uiteenzetting van de fair-value hedge arresten en de cashflow hedge arresten geeft een duidelijk beeld hoe de verplichte samenhangende waardering zich in de afgelopen jaren heeft ontwikkeld. Het is hierbij goed om in gedachten te houden dat bij renterisico-afdekkende derivaten en de onderliggende lening sprake is van een cashflow hedge.

5.3.1.3.1 De hedge-jurisprudentie

In de hedge-jurisprudentie wordt met name ingegaan op de vraag of een (latent) verlies mag worden genomen op het moment dat hier tegenover een latente winst staat die met dit verlies

²⁸⁸ Zie HR 23-01-2004; nr 37 893, ECLI:NL:HR:2004:AI0670, BNB 2004/214 (Valutahedge-arrest) en HR 16-11-2007, nr. 42 970, ECLI:NL:PHR:2007:AZ7371, BNB 2008/26 (Optiehedge-arrest) en HR 10-04-2009, nr. 42 916, ECLI:NL:PHR:2009:AZ7364, BNB 2009/271 (Cacaobonen-arrest).

²⁸⁹ Drs. W. Bruins Slot, 'Het in samenhang waarderen', TFO 2019/165.4, par. 3.1.1.

²⁹⁰ Zie voor een toelichting van de cashflow hedge-arresten paragraaf 5.3.1.3.2 van deze scriptie.

samenhangt.²⁹¹ Het eerste arrest uit de hedge-jurisprudentie is het *valutahedge-arrest* van 23 januari 2004.²⁹² In dit arrest werd door de Hoge Raad ten eerste aangegeven dat goed koopmansgebruik toestaat om een vordering in een vreemde valuta tegen de valutakoers te waarderen op de balans. Daarnaast gaf de Hoge Raad aan dat geen vermogensmutatie plaatsvindt op het moment dat een vordering en een schuld in dezelfde valuta tegenover elkaar staan en zodoende de vordering en de schuld niet onafhankelijk mogen worden gewaardeerd. Dit houdt in dat geen winst of verlies ten aanzien van de gedekte positie mag worden genomen, indien de tegengestelde positie een even groot verlies of winst laat zien, ongeacht het feit dat de looptijd niet exact gelijk is.²⁹³ Met betrekking tot het samenhangend waarderen, is in het onderhavige arrest belangrijk om te zien dat de schuld en de vordering als onafhankelijke financiële instrumenten het valutarisico van elkaar hedgen, wanneer ze in dezelfde valuta zijn opgenomen. In een dergelijk geval mogen de twee financiële instrumenten niet onafhankelijk gewaardeerd worden en kan zodoende geen verlies of winst ten aanzien van de onderhavige posities worden genomen.

Het tweede arrest binnen de hedge-jurisprudentie is het *optiehedge-arrest* van 16 november 2007.²⁹⁴ In het onderhavige arrest ging het om de vraag of geschreven call-opties, op de in het bezit van belanghebbende zijnde beursaandelen, samenhangend gewaardeerd dienen te worden. De Hoge Raad heeft hier aangegeven dat het niet in lijn is met goed koopmansgebruik, met name met het realiteitsbeginsel, om de optieverplichting niet in samenhang met de beursaandelen te waarderen.²⁹⁵ Een belangrijk aspect uit dit arrest werd door Van der Geld eerder in de literatuur aangegeven. Hij stelde dat *'het realiteitsbeginsel meebrengt geen latente verliezen te nemen waar latente winsten tegenover staan, die van dezelfde determinanten afhankelijk zijn en daarom net zo waarschijnlijk zijn.'*²⁹⁶ Deze lijn wordt in het onderhavige arrest eveneens gevolgd. Tevens, gaf de Hoge Raad, aanvullend op

²⁹¹ Mr. C.B. Bavinck, 'Toepassing hedge-arresten op interest rate swap', WFR 2020/17, H1 Inleiding.

²⁹² Zie HR 23-01-2004; nr 37 893, ECLI:NL:HR:2004:AI0670, BNB 2004/214 (Valutahedge-arrest).

²⁹³ Prof. dr. P.H.J. Essers, 'Cursus Belastingrecht IB.3.2.18.B.b Vorderingen in vreemde valuta en hedging', actueel t/m 05-04-2021.

²⁹⁴ Zie HR 16-11-2007, nr. 42 970, ECLI:NL:PHR:2007:AZ7371, BNB 2008/26 (Optiehedge-arrest).

²⁹⁵ Prof. dr. P.H.J. Essers, Cursus Belastingrecht IB.3.2.16.B.b2.V Samenhangende waardering activa en passiva, actueel t/m 19-11-2020.

²⁹⁶ Prof. dr. J.A.G. van der Geld, 'Goed koopmansgebruik en risicobeheersinstrumenten', TFO 2003/151.

het valutahedge-arrest, in BNB 2008/26 aan dat geen historisch causaal verband tussen de vermogensbestandsdelen hoeft te bestaan.²⁹⁷

Het volgende arrest binnen de hedge-jurisprudentie is het *cacaobonen-arrest* van 10 april 2009.²⁹⁸ In dit arrest werd, naar aanleiding van opgeroepen vragen uit de vorige twee arresten, door de Hoge Raad aangegeven dat een afdekkingsinstrument niet hoeft te zien op een specifiek vermogensbestandsdeel, maar eveneens een globaal karakter kan hebben. In het arrest ontstond een prijsrisico voor de onderneming, doordat de voorverkopen voorliepen op de voorinkopen van de benodigde cocoaobonen. Belanghebbende dekte zich tegen dit prijsrisico af middels termijncontracten. Op grond van het voorzichtigheidsbeginsel werden door de onderneming niet-gerealiseerde verliezen wel genomen, terwijl de niet-gerealiseerde winsten buiten het resultaat werden gelaten. De Hoge Raad gaf aan dat volgens goed koopmansgebruik in samenhang moet worden gewaardeerd, voor zover sprake is van samenhang tussen de voorinkopen en voorverkopen *en* het prijsrisico in hoge mate beperkt is. Hierbij werd aangegeven dat het prijsrisico in hoge mate beperkt is indien de waardeontwikkelingen van het product zal correleren binnen een bandbreedte van 80 tot 125 procent. Een ander belangrijk aspect uit het arrest met betrekking tot het verplicht samenhangend waarderen is dat volgens de Hoge Raad gekeken moet worden of werd beoogd een risico af te dekken.²⁹⁹

Het laatste arrest binnen de fair-value hedge-jurisprudentie is het *marketmaker-arrest* van 21 maart 2014.³⁰⁰ In dit arrest was sprake van een marketmaker die posities in derivaten, met name opties, innam en door middel van deltahedging de risico's van deze posities wilde afdekken. Bij deltahedging moeten telkens nieuwe posities worden ingenomen om de koersveranderingen van het onderliggende aandeel te compenseren, waardoor voortdurend aanpassingen werd aangebracht in de hedgeverhouding. Dit worden ook wel dynamische hedges genoemd.³⁰¹ De Hoge Raad geeft in het arrest aan dat de onderneming niet alleen verplicht is om samenhangend te waarderen wanneer de correlatie binnen de 80 tot 125

²⁹⁷ Prof. dr. P.H.J. Essers, Cursus Belastingrecht IB.3.2.18.B.b Vorderingen in vreemde valuta en hedging, actueel t/m 05-04-2021.

²⁹⁸ Zie HR 10-04-2009, nr. 42916, ECLI:NL:PHR:2009:AZ7364, BNB 2009/271 (Cacaobonen-arrest).

²⁹⁹ Prof. dr. P.H.J. Essers, 'Cursus Belastingrecht IB.3.2.16.B.b2.V Samenhangende waardering activa en passiva', actueel t/m 19-11-2020.

³⁰⁰ Zie HR 21-03-2014, nr. 12/02793, ECLI:NI:HR:2014:635, BNB 2014/116.

³⁰¹ Prof. dr. P.H.J. Essers, 'Cursus Belastingrecht IB.3.2.16.B.b2.V Samenhangende waardering activa en passiva', actueel t/m 19-11-2020.

procent bandbreedte valt, maar eveneens wanneer het onderliggende product en het afdekkende instrument tot 'hetzelfde mandje' behoren. Op deze manier wordt het toepassingsbereik van deze zogenoemde 'zeer effectieve hedge' uitgebreid. Tevens, wordt hiermee voorkomen dat langlopende opties die het waarderisico van de onderliggende aandelen afdekken, maar een correlatie met de aandelen vertonen die buiten de 80 tot 125 procent-marge valt, buiten de verplichte samenhangende waardering vallen.³⁰²

Naast verplichte samenhangende waardering bij een zeer effectieve hedge, die binnen de aangegeven bandbreedte valt, vereist goed koopmansgebruik volgens het marketmaker-arrest verplichte samenhangende waardering bij een direct samenhangend waardeverloop. De Hoge Raad geeft daarnaast aan dat, wanneer verplicht in samenhang moet worden gewaardeerd, slechts afgewaardeerd mag worden op het moment dat de gezamenlijke waarde in het economische verkeer lager is dan de gezamenlijke kostprijs.³⁰³ Hiermee wordt bewerkstelligd dat volgens het voorzichtigheidsbeginsel stijgingen van de waarde van het mandje als geheel niet bij het fiscale resultaat te hoeven worden gerekend, maar dalingen van de waarde als geheel wel als verlies ten laste van het resultaat kunnen worden gebracht.³⁰⁴

5.3.1.3.2 Cashflow hedge-arresten

In paragraaf 5.3.1.3.1 werd ingegaan op de hedge-jurisprudentie. Deze hedge-jurisprudentie ziet op fair-value hedges. In het laatste arrest van de hedge-jurisprudentie, namelijk het marketmaker-arrest, werd uiteindelijk duidelijk dat in samenhang moet worden gewaardeerd, op het moment dat het onderliggende product en het afdekkende instrument een samenhangend waardeverloop kennen en wordt beoogd een risico af te dekken. Deze scriptie ziet echter op rentederivaten, waarmee de onderneming het renterisico van de onderliggende lening afdekt. Hier komen twee belangrijke aspecten naar voren, wanneer we de hedge-jurisprudentie betrekken op rentederivaten.

Ten eerste dekt de onderneming met een rentederivaat het risico van ongewenste ontwikkelingen van toekomstige geldstromen door rentewijzigingen af. Zoals reeds aangegeven, is op het moment dat de onderneming zich indekt tegen een ongewenste waardeontwikkeling van toekomstige geldstromen sprake van een cashflow hedge. Hier zit

³⁰² Drs. W. Bruins Slot, 'Het in samenhang waarderen', TFO 2019/165.4, par. 3.1.2.

³⁰³ Prof. dr. P.H.J. Essers, 'Cursus Belastingrecht IB.3.2.16.B.b2.V Samenhangende waardering activa en passiva', actueel t/m 19-11-2020.

³⁰⁴ Drs. W. Bruins Slot, 'Het in samenhang waarderen', TFO 2019/165.4, par. 3.1.2.

dan ook het onderscheid met de fair-value hedges uit de hedge-jurisprudentie. Bij een fair-value hedge wordt namelijk het risico van waardeontwikkelingen van activa of passiva afgedekt. Zodoende ontstond de vraag of de hedge-jurisprudentie eveneens kan worden toegepast op deze cashflow hedges.³⁰⁵

Het tweede belangrijke aspect zit in het karakter van het onderliggende product waarvan het risico wordt afgedekt. Een rentederivaat dekt het risico af van een fluctuatie van de marktrente ten aanzien van de onderliggende variabelrentende lening. Zoals blijkt uit de hedge-jurisprudentie, mag een verlies worden genomen, wanneer hiertegenover een latente winst staat die samenhangt met dit verlies.³⁰⁶ Het feit dat sprake is van een latente winst bij een vastrentende lening is evident. De onderneming betaalt hier een vaste rente aan de bank. De fair-value van deze vastrentende schuld beweegt tegengesteld aan de marktrente.³⁰⁷ Op het moment dat de EURIBOR stijgt, betaalt de onderneming in de toekomst een lagere rente dan gangbaar is op de markt. De onderneming heeft in dat geval een lagere verplichting dan de nominale waarde en de marktwaarde van de vastrentende lening zal zodoende stijgen. Andersom, leidt een daling van de EURIBOR ertoe dat de onderneming in de toekomst een hogere rente betaalt voor de vastrentende lening dan volgens de markt gangbaar is. Op dat moment is de marktwaarde van de vastrentende lening lager dan de nominale waarde. Hieruit wordt duidelijk dat een renterisico wordt gelopen, waaruit een verlies volgt.

Echter, kan afgevraagd worden of bij een variabelrentende lening eveneens sprake is van een latente winst tegenover het latente verlies van het derivaat. De variabelrentende lening verplichting wordt in beginsel gewaardeerd tegen nominale waarde. Op het moment dat de EURIBOR wijzigt blijft de verplichting tegen nominale waarde op de balans staan. Het latente verlies ontstaat slechts wanneer de rente middels een IRS wordt vastgezet. Een daling van de rente leidt in zo'n geval tot een negatieve marktwaarde van de IRS, maar niet tot een positieve marktwaarde van de variabelrentende lening.³⁰⁸ Hieruit kan afgeleid worden dat de cashflow hedge-arresten vooral zien op de vraag of de hedge-jurisprudentie kan worden toegepast op de mogelijk verplichte samenhangende waardering van een variabelrentende

³⁰⁵ Drs. W. Bruins Slot, 'Het in samenhang waarderen', TFO 2019/165.4, par. 3.1.3.

³⁰⁶ Mr. C.B. Bavinck, 'Toepassing hedge-arresten op interest rate swap', WFR 2020/17, H1.

³⁰⁷ HR 08-11-2019, nr. 18/01352, ECLI:NL:HR:2019:1721, BNB 2020/13, conclusie p. 5.3.

³⁰⁸ Mr. C.B. Bavinck, 'Toepassing hedge-arresten op interest rate swap', WFR 2020/17, H5.

lening en een rentederivaat. Onderstaand zal deze vraag worden beantwoord aan de hand van een toelichting van de cashflow hedge-arresten.

De cashflow hedge-arresten bestaan uit drie arresten.³⁰⁹ Het eerste cashflow hedge-arrest is het arrest van 11 april 2003. Belanghebbende had bij de aankoop van een deelneming een RC-vordering aangewend om de aankoop van de deelneming in ponden te voldoen. Met deze RC-vordering werd door de onderneming voorkomen dat zij een hogere prijs moest voldoen voor de aankoop van de deelneming, op het moment dat de pond in de tussentijd zou stijgen. In feite werd in het onderhavige arrest een valutarisico afgedekt met de RC-vordering. De vraag die hier opspeelde was of het oogmerk van het afsluiten van de RC-vordering daadwerkelijk zag op afdekken van het valutarisico. De Hoge Raad oordeelde dat sprake was van twee afzonderlijke producten, namelijk de RC-vordering en de kasstroom in ponden. Zodoende hoeft niet in samenhang te worden gewaardeerd.³¹⁰

Het volgende arrest binnen de cashflow hedge jurisprudentie is het arrest van 8 maart 2018. In dit arrest wilde belanghebbende een zelfstandige waardering van de renteswap bewerkstelligen, zodat zij het hierop geleden verlies ten laste van de winst kon brengen. De inspecteur heeft als reactie hierop aangegeven dat het in strijd is met de economische realiteit om de renteswap zelfstandig te beoordelen. Het Hof geeft aan dat in het arrest niet in geschil is of in samenhang moet worden gewaardeerd, maar dat de belastingplichtige de rentelasten in het onderhavige jaar ten laste van de winst probeerde te brengen door het vormen van een voorziening, terwijl deze rentelasten eigenlijk op latere jaren zagen. Deze verwerkingswijze is in strijd met goed koopmansgebruik en het negatieve resultaat van de renteswap mag zodoende niet ten laste van de winst worden gebracht.³¹¹

Dit brengt mee dat de vraag of in samenhang moet worden gewaardeerd eveneens vervalft. Op het moment dat het verlies niet mag worden genomen, maakt het natuurlijk niet meer uit of in samenhang wordt gewaardeerd.³¹² In het arrest van 8 maart 2018 verwijst het Hof naar de fair-value hedge-jurisprudentie. Bruins Slot vindt dit eigenaardig, omdat binnen de fair-value hedge-jurisprudentie sprake is van twee posities die in waarde fluctueren en

³⁰⁹ Zie HR 11-04-2003, nr. 37 611, ECLI:NI:HR:2003:AF4154, BNB 2003/253 *en* Hof 's-Hertogenbosch 8 maart 2018, nr. 16/03857, ECLI:NI:GHSHE:2018:1048 *en* HR 08-11-2019, nr. 18/01352, ECLI:NL:HR:2019:1721, BNB 2020/13.

³¹⁰ Drs. W. Bruins Slot, 'Het in samenhang waarderen', TFO 2019/165.4, par. 3.1.3.

³¹¹ Hof 's-Hertogenbosch 8 maart 2018, 16/03857, ECLI:NI:GHSHE:2018:1048, p. 4.2-4.3

³¹² Hof 's-Hertogenbosch 8 maart 2018, 16/03857, ECLI:NI:GHSHE:2018:1048, p. 4.4

binnen dit arrest slecht één positie van waarde veranderd.³¹³ Deze vraag correspondeert met de ‘tweede vraag’ die eerder in dit hoofdstuk benoemd. Nadat het laatste cashflow hedge-arrest is besproken, zal aan de hand van de uitspraken van de laatste twee cashflow hedge-arresten deze vraag worden beantwoord.

Het laatste arrest binnen de cashflow hedge-arresten is het arrest van gerechtshof Den Haag op 20 februari 2018³¹⁴ met de uitspraak van de Hoge Raad op 8 november 2019.³¹⁵ Hier wordt ook wel naar gerefereerd als het IRS-arrest. In dit arrest was in geschil of het verlies op de IRS als gevolg van een daling van de marktrente door belanghebbende ten laste van de winst kon worden gebracht. Het Hof oordeelde, onder verwijzing naar het valutahedge-arrest, dat een IRS volgens goed koopmansgebruik niet afzonderlijk mag worden gewaardeerd van de afgedekte positie en het verlies zodoende niet kan worden genomen.³¹⁶ De uitspraak van het Hof, dat goed koopmansgebruik zich ertegen verzet om een IRS zelfstandig te waarderen, is enigszins kort door de bocht. In de literatuur volgde dan ook menig kritiek op deze uitspraak. Volgens Bruins Slot gaat het Hof volledig voorbij aan het feit dat het waardeverlies voor de commerciële jaarrekening volgens IFRS wel wordt verantwoord en dat het Hof zomaar bewezen acht dat de IRS het renterisico van de onderliggende lening afdekt. Hij geeft daarnaast aan dat het Hof slechts aangeeft dat de swap niet op marktwaarde mag worden gewaardeerd, omdat de variabelrentende lening door de swap is omgevormd in een vastrentende lening.³¹⁷

Volgens Bavinck is in het IRS-arrest helemaal geen vergelijkbare situatie met de fair-value hedge-arresten, omdat tegenover de negatieve marktwaarde van de IRS geen latente winst staat.³¹⁸ Hier wordt weer gerefereerd naar de problematiek dat een daling van de rente niet zou leiden tot een positieve marktwaarde van de variabelrentende lening, zoals eerder door Bruins Slot bij het arrest van 8 maart 2018 eveneens werd afgevraagd. Dit zou meebrengen dat de hedge-jurisprudentie niet zou kunnen worden toegepast op een IRS die het renterisico van de onderliggende variabelrentende lening afdekt. In de conclusie van de Hoge Raad op 8 november 2019 wordt antwoord gegeven op dit probleem.

³¹³ Drs. W. Bruins Slot, ‘Het in samenhang waarderen’, TFO 2019/165.4, par. 3.1.3.

³¹⁴ Zie Hof ’s-Gravenhage 20 februari 2018, 17/00749, ECLI:NI:GHDHA:2018:400.

³¹⁵ Zie HR 08-11-2019, nr. 18/01352, ECLI:NL:HR:2019:1721, BNB 2020/13.

³¹⁶ HR 08-11-2019, nr. 18/01352, ECLI:NL:HR:2019:1721, BNB 2020/13, p. 2.2.1/2.2.2.

³¹⁷ Drs. W. Bruins Slot, ‘Het in samenhang waarderen’, TFO 2019/165.4, par. 3.1.3

³¹⁸ Mr. C.B. Bavinck, ‘Toepassing hedge-arresten op interest rate swap’, WFR 2020/17, H1.

Volgens de Hoge Raad verzet goed koopmansgebruik zich niet tegen het feit dat waardeveranderingen van een IRS zelfstandig worden verantwoord en worden toegerekend aan het jaar waarin de markrenteverandering zich voordoet. Echter, blijkt uit het cacao-bonen-arrest dat het realiteitsbeginsel van goed koopmansgebruik zich wel tegen een afzonderlijke verantwoording van de IRS verzet, op het moment dat de IRS samenhangt met de onderliggende lening en het variabele renterisico in hoge mate wordt beperkt. Wanneer in de toekomst, als gevolg van een daling van de rente, minder rente voor de variabelrentende hoeft te worden betaald, mag het verlies op IRS zodoende niet in aanmerking worden genomen.³¹⁹ De Hoge Raad geeft aan dat het resultaat van de IRS en de onderliggende lening in samenhang moet worden bepaald.³²⁰

De waardebepaling geschiedt volgens de Hoge Raad als bij een vastrentende lening, waarbij wordt gerefereerd naar BNB 2004/163³²¹. Uit dit arrest volgt dat het verlies op een vastrentende lening, als gevolg van een daling van de rente, niet in aanmerking mag worden genomen. De redentie hierachter is dat de lasten op toekomstige jaren zien en zodoende niet in het huidige jaar in aanmerking mogen worden genomen. Het verlies op de IRS wordt in het arrest 8 november 2019 vergeleken met het verlies op een vastrentende lening, als gevolg van een daling van de rente.³²² Deze lijn werd overigens ook al door Rechtbank Noord-Holland in het arrest van 1 mei 2014 gevolgd. De rechtbank gaf in dit arrest aan dat de combinatie van een renteswap en een variabelrentende lening als het ware als een vastrentende lening kan worden gezien.³²³

Afsluitend, gaat de Hoge Raad in op de vraag wanneer in samenhang moet worden gewaardeerd en wanneer het variabele renterisico 'in hoge mate beperkt' is. Hierbij wordt eigenlijk de lijn van de oude jurisprudentie gevolgd. Of sprake is van samenhang wordt naar de omstandigheden beoordeeld, waarbij wordt gekeken naar de aard van de geldlening -en swapcontracten en naar de vraag of het afdekken van een renterisico wordt beoogd. Verschillende looptijden staan hier niet bij in de weg.³²⁴ Concluderend, geeft de Hoge Raad in

³¹⁹ HR 08-11-2019, nr. 18/01352, ECLI:NL:HR:2019:1721, BNB 2020/13, Conclusie p. 3.4.

³²⁰ HR 08-11-2019, nr. 18/01352, ECLI:NL:HR:2019:1721, BNB 2020/13, p. 3.2.1/3.2.2.

³²¹ Zie HR 23-01-2004; nr 37 893, ECLI:NL:HR:2004:AI0670, BNB 2004/214 (Valutahedge-arrest).

³²² Mr. C.B. Bavinck, *Toepassing hedge-arresten op interest rate swap*, WFR 2020/17, H1.

³²³ Zie Rb. Noord-Holland, zittingsplaats Haarlem, 1 mei 2014, nr. AWB 12/3234; r.o. 4.20/4.21

³²⁴ HR 08-11-2019, nr. 18/01352, ECLI:NL:HR:2019:1721, BNB 2020/13, p. 3.2.3/3.2.4.

zijn conclusie aan dat de lijn van de fair-value hedge-jurisprudentie eveneens kan worden toegepast op cashflow hedges.³²⁵

5.4 Toepassing van de hedge-jurisprudentie op de renterisico-afdekkende derivaten

In het vorige hoofdstuk werd aandacht besteed aan de manier waarop goed koopmansgebruik omgaat met derivaten en de potentiële verplichte samenhangende waardering van een rentederivaat en de onderliggende lening. Hierbij geeft de hedge-jurisprudentie richtlijnen ten aanzien van de waardering van fair-value hedges en wordt aangegeven wanneer sprake is van samenhang. Uit de conclusie de Hoge Raad van 8 november 2019 kan worden afgeleid dat de hedge-jurisprudentie eveneens kan worden toegepast op de cashflow hedge van een variabelrentende lening, zoals de beschreven rentederivaten in hoofdstuk 4.3 t/m 4.5.

In dit hoofdstuk worden de IRS, de swaption en de rentecap with knock-in floor aan de hedge-jurisprudentie gekoppeld en zal worden gekeken hoe volgens goed koopmansgebruik moet worden omgegaan met deze rentederivaten binnen de fiscale jaarwinst. Hierbij is het goed om in gedachten te houden dat Bruins Slot aangaf dat de fiscale winstbepaling, met betrekking tot de samenhangende waardering, steeds meer de lijn van de commerciële winstbepaling volgt. In dit hoofdstuk zal dan ook eerst aandacht worden besteed aan de commerciële accountancyregels met betrekking tot het samenhangend waarderen.

5.4.1 Kostprijs hedge, fair-value hedge en cashflow hedge

Zoals beschreven in hoofdstuk 5.3.1.1 kan de onderneming binnen de commerciële jaarrekening kiezen om hedge-accounting toe te passen, indien een hedge-relatie bestaat tussen de twee posities. Om een goed beeld te krijgen van de regels die volgens goed koopmansgebruik gangbaar zijn ten aanzien van deze rentederivaten is het goed om te kijken naar de verschillende accountingstandaarden voor de waardering van deze producten. Hierbij wordt onderscheid gemaakt tussen fair-value hedge-accounting, cashflow hedge-accounting, en kostprijs hedge-accounting.

Bij *fair-value hedge-accounting* worden de rentederivaten op reële waarde gewaardeerd. Bij een fair-value hedge wordt een vastrentende lening omgezet in een

³²⁵ HR 08-11-2019, nr. 18/01352, ECLI:NL:HR:2019:1721, BNB 2020/13, Conclusie p. 5.24.

variabele rente.³²⁶ Ter grondslag aan de toepassing van de hedge-accounting, heeft de onderneming aangegeven dat een relatie bestaat tussen het rentederivaat en de onderliggende lening. Indien deze fair-value hedge 100% effectief is, valt het toekomstige resultaat van het rentederivaat als het ware weg tegen het resultaat van de onderliggende lening.³²⁷ Hierbij zit wel een belangrijk verschil tussen de fair-value hedge en de cashflow hedge, zoals besproken in BNB 2020/13, ten aanzien van de waardering van de onderliggende lening. De fair-value van een vastrentende lening beweegt tegengesteld aan de marktrente, maar de fair-value van een variabelrentende lening blijft gelijk. Bij de laatstgenoemd blijft de fair-value gelijk, maar de kasstromen veranderen wel bij een fluctuatie van de marktrente.³²⁸ Uit de hedge-jurisprudentie kon worden afgeleid dat, voor de fiscale winstbepaling, in samenhang moet worden gewaardeerd bij een dergelijke hedge-relatie. Indien in samenhang wordt gewaardeerd, zal het resultaat van het rentederivaat en de onderliggende lening eveneens tegen elkaar wegvallen. Dit geeft mijns inziens dan ook aan dat fiscaal dezelfde lijn wordt gevolgd als in de commerciële jaarrekening.³²⁹

Daarnaast kan de onderneming kiezen voor *cashflow hedge-accounting*. Bij een cashflow hedge wordt een variabele rente door de onderneming omgezet in een vaste rente.³³⁰ Dit is de vorm die tot nu toe vooral werd gehanteerd. Bij deze methode worden derivaten eveneens op reële waarde gewaardeerd. Echter, worden wijzigingen van de reële waarde in de commerciële jaarrekening direct in het eigen vermogen geboekt.³³¹ Het verschil tussen de commerciële en fiscale jaarrekening is dat in de fiscale jaarrekening, bij wijzigingen van de reële waarde, directe vermogensmutaties niet bekend zijn. In de commerciële jaarrekening wordt een verlies, door een waardedaling van het rentederivaat, als gevolg van een daling van de rente, als het ware in het eigen vermogen geparkeerd.³³²

³²⁶ Drs. J.H. Asma AA RB en L.H. Storm van 's Gravesande RA, 'De Interest Rate Swap in drie fiscale sferen', WFR 2015/15, par. 3.2

³²⁷ Prof. dr. P.H.J. Essers, 'Cursus Belastingrecht IB.3.2.16.B.b2.V Samenhangende waardering activa en passiva', actueel t/m 19-11-2020.

³²⁸ HR 08-11-2019, nr. 18/01352, ECLI:NL:HR:2019:1721, BNB 2020/13, conclusie p. 5.3.

³²⁹ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H9.4

³³⁰ Drs. J.H. Asma AA RB en L.H. Storm van 's Gravesande RA, 'De Interest Rate Swap in drie fiscale sferen', WFR 2015/15, par. 3.1

³³¹ Prof. dr. P.H.J. Essers, 'Cursus Belastingrecht IB.3.2.16.B.b2.V Samenhangende waardering activa en passiva', actueel t/m 19-11-2020.

³³² Drs. J.H. Asma AA RB en L.H. Storm van 's Gravesande RA, 'De Interest Rate Swap in drie fiscale sferen', WFR 2015/15, par. 3.1

Daarentegen, wilden de belastingplichtigen in de hedge-jurisprudentie de waardedaling van het rentederivaat in het resultaat van de fiscale jaarrekening verwerken. In dit aspect zit eveneens het bruggetje naar de hedge-jurisprudentie. Op het moment dat de hedge-jurisprudentie niet zou mogen worden toegepast op de cashflow hedges, wordt niet verplicht tot samenhangende waardering, waardoor het verlies op het derivaat fiscaal ten laste van het resultaat kan worden gebracht en een verschil ontstaat tussen het commerciële en het fiscale resultaat. Op dat moment moet in de commerciële jaarrekening een belastinglatentie worden opgenomen.³³³ Met zijn conclusie van 8 november 2019 verbiedt de Hoge Raad om dit verlies ten laste van het fiscale resultaat te brengen.

Volledigheidshalve, is het goed om op te merken dat, indien sprake is van een effectieve hedge-relatie, de negatieve marktwaarde van een rentederivaat eveneens in de toelichting bij de commerciële jaarrekening kan worden opgenomen. Op dat moment ontstaat geen verschil in de verwerking van de waardmutatie in de commerciële -en fiscale jaarrekening. Om het verschil in de verwerking van een dergelijke waardemutatie binnen de commerciële -en fiscale jaarrekening en het belang hiervan met betrekking tot goed koopmansgebruik duidelijk te maken, wordt aangenomen dat de waardemutaties van het rentederivaat binnen de commerciële jaarrekening wel direct in het eigen vermogen worden geboekt en zodoende wel een verschil ontstaat in de verwerking binnen de commerciële -en fiscale jaarrekening.

Als alternatief op cashflow hedge-accounting, kan de onderneming bij *kostprijs hedge-accounting* kiezen om het derivaat en de onderliggende lening op kostprijs te waarderen. Aangezien de waardeveranderingen van de producten tegen elkaar wegevalen wordt het resultaat niet geraakt. Een winst of verlies dat ontstaat gedurende de periode van samenhang raakt het resultaat zodoende nooit. Echter, mag de winst voor de fiscale jaarrekening wel worden genomen, op het moment dat de hedge-relatie wordt verbroken en het derivatencontract wordt afgewikkeld. Op deze problematiek, van de tussentijdse beëindiging van een rentederivaat, wordt verder ingegaan in paragraaf 5.4.2. Voor de commerciële

³³³ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H9.5

jaarrekening moet de winst worden verspreid over de resterende looptijd van de onderliggende lening.³³⁴

De kostprijs bij een optie is gelijk aan de betaalde premie.³³⁵ Deze kostprijs hedge-accountingmethode mag slechts worden gebruikt, voor zover met het rentederivaat het renterisico van het onderliggende product wordt afgedekt. Dit betekent dat binnen de commerciële jaarrekening slechts een per saldo geschreven optie in aanmerking komt voor kostprijs hedge-accounting.³³⁶ In hoofdstuk 5.3 werd aangegeven dat volgens de hedge-jurisprudentie wordt verplicht tot samenhangende waardering voor de fiscale jaarrekening, op het moment dat sprake is van zo'n hedge-relatie. Uit het arrest van 8 november 2019 volgde dat de hedge-jurisprudentie eveneens kan worden toegepast op een variabelrentende lening. Op het moment dat de onderneming in de commerciële jaarrekening kiest voor hedge-accounting, kan mijns inziens dezelfde lijn voor de fiscale jaarrekening worden gevolgd als voor de commerciële winstbepaling met betrekking tot de samenhangende waardering. Bij de renterisico-afdekkende derivaten zal dan ook de lijn van cashflow hedge-accounting of kostprijs hedge-accounting worden gevolgd.

De reden dat zo diep op de accountingregels wordt ingegaan komt voort uit het feit dat, in lijn met de eerdergenoemde stelling van Bruins Slot, mijns inziens fiscaal steeds meer de lijn van de commerciële accountingregels wordt gevolgd met betrekking tot renterisico-afdekkende derivaten. Hierbij terzijde gehouden dat fiscaal in sommige gevallen wordt verplicht tot samenhangende waardering en volgens de commerciële accountingregels de keuze aan de onderneming wordt gelaten. Een belangrijk punt dat hieruit voortkomt ziet op de waardering van rentederivaten tegen kostprijs. Uit BNB 1970/177 bleek al dat de Hoge Raad de marktwaarde geen geschikte waarderingsmaatstaf vond voor activa of passiva die niet bedoeld waren om te worden verkocht.³³⁷ Renterisico-afdekkende derivaten kwalificeren mijns inziens als activa of passiva die niet bedoeld zijn om te worden verkocht, maar om het renterisico van de onderliggende lening af te dekken. In lijn met het onderhavige arrest, is een

³³⁴ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H9.3

³³⁵ K. Roozen en B. Kamp, 'Derivaten in de Nederlandse jaarrekening', 2016, H3.

³³⁶ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H3.3.3

³³⁷ Drs. W. Bruins Slot, 'De invloed van afgeleide financiële instrumenten op de fiscale jaarwinst', WFR 1995/179, p. 2.1.1.

waardering van renterisico-afdekkende derivaten tegen marktwaarde dan ook geen geschikte methode.

Uitgaande van deze gedachte, kan worden verdedigd dat renterisico-afdekkende derivaten fiscaal tegen kostprijs moeten worden gewaardeerd en niet tegen marktwaarde. Het idee van hedge-accounting is dat de waardeontwikkeling van het rentederivaat wegvalt tegen de waardeontwikkeling van de onderliggende lening. Zoals reeds aangegeven, zijn directe vermogensmutaties als gevolg van wijzigingen van de reële waarde in de fiscale jaarrekening niet bekend. Het zou in dat geval niet juist zijn om derivaten tegen marktwaarde te waarderen. Daarnaast bleek uit de kostprijs-hedge accountingregels dat een onderneming slechts tegen kostprijs mag worden gewaardeerd, wanneer sprake is van een per saldo rentederivaat. Hierbij hedget het rentederivaat de waardeontwikkeling van de onderliggende lening. Indien sprake is van een renterisico-afdekkend derivaat, wordt hieraan voldaan. Aangezien de marktwaarde van het derivaat aan het einde van de looptijd afloopt tot nihil is het mijns inziens gepast om rentederivaten fiscaal eveneens op kostprijs te waarderen.

Zoals reeds benoemd, is een belangrijk verschil tussen de regels voor de fiscale -en commerciële jaarrekening, dat de onderneming volgens de commerciële accountancyregels de keuze heeft om hedge-accounting toe te passen. Naast dit verschil werd in paragraaf 5.3.1.1 al aangegeven dat volgens de hedge-accountingsregels eveneens een scheiding kan worden gemaakt tussen het deel van het rentederivaat dat een renterisico afdekt en het deel dat speculatief van aard is. Deze scheiding is aan de hand van de hedge-jurisprudentie fiscaal mijns inziens niet mogelijk. Volgens het marketmaker-arrest moet worden gekeken of de waardeontwikkeling van het rentederivaat en de onderliggende lening binnen een bandbreedte van 80 tot 125 procent correleert. Hierop wordt gebaseerd of sprake is van ofwel een renterisico-afdekkend derivaat, waarop de verplichte samenhangende waardering van toepassing is, ofwel een speculatief derivaat, waar niet in samenhang kan worden gewaardeerd.

5.4.2 IRS-contract

Met een IRS kan de variabele rente van de onderliggende lening worden omgezet in een vaste rente. Zoals vermeld in het vorige hoofdstuk, is in een dergelijk geval sprake van een cashflow hedge. In tegenstelling tot de verwerking in de commerciële jaarrekening, is het in de fiscale jaarrekening niet gebruikelijk om een correctie op de balans door te voeren, zoals de correctie

van het eigen vermogen bij cashflow hedge-accounting. Het is dan ook logischer om de regeling volgens kostprijs-hedge-accounting toe te passen.³³⁸ Indien de regels volgens kostprijs-hedge-accounting worden gehanteerd, wordt het IRS-contract tegen de verkrijgingsprijs gewaardeerd. De verkrijgingsprijs van een IRS is in beginsel nihil, waardoor niks op de balans zal worden opgenomen. Fiscaal wordt slechts de rentelast van het lopende jaar en de bate of last van de IRS in het fiscale resultaat verwerkt.³³⁹ Zoals besproken in paragraaf 5.3.1.3, blijkt uit de hedge-jurisprudentie echter dat de negatieve marktwaarde van een IRS niet ten laste van de winst kan worden gebracht en de waarde van een IRS zal aan het einde van de looptijd nihil zijn. De negatieve marktwaarde is eigenlijk alleen maar een tijdelijk stand en zal gedurende de looptijd verdampen. Dit maakt ook weer duidelijk waarom fiscaal het IRS-contract op kostprijs moet worden gewaardeerd en niet op lagere marktwaarde.³⁴⁰

In deze scriptie wordt met name ingegaan op het ontstaan van negatieve marktwaarde van de rentederivaten als gevolg van een daling van de marktrente. De lijn die de Hoge Raad in zijn conclusie van 8 november 2019 volgt, ten aanzien van de negatieve marktwaarde van een IRS, lijkt duidelijk. De negatieve marktwaarde ontstaat, zoals weergegeven in paragraaf 4.3, op het moment dat de vaste te betalen rente hoger is dan de marktrente. De onderneming betaalt in dat geval meer rente dan volgens de markt gangbaar is. Op het moment dat in samenhang moet worden gewaardeerd, verzet het realiteitsbeginsel zich ertegen dat afzonderlijke waardeveranderingen in het resultaat worden verantwoord.³⁴¹ Dit betekent dat het verlies op de IRS niet ten laste van het resultaat mag worden gebracht.³⁴² In de voorgaande constatering is slechts rekening gehouden met een fluctuatie van de marktrente. In paragraaf 4.3.3.3 werd namelijk benoemd dat de te betalen variabele rente over de onderliggende lening en de te ontvangen variabele rente over de IRS niet de marktwaarde van de IRS beïnvloeden na de renteherziening, omdat ze op dat moment allebei gelijklopen aan de EURIBOR.

³³⁸ Drs. J.H. Asma AA RB en L.H. Storm van 's Gravesande RA, 'De Interest Rate Swap in drie fiscale sferen', WFR 2015/15, par. 4.1

³³⁹ Drs. J.H. Asma AA RB en L.H. Storm van 's Gravesande RA, 'De Interest Rate Swap in drie fiscale sferen', WFR 2015/15, par. 3.3

³⁴⁰ Drs. J.H. Asma AA RB en L.H. Storm van 's Gravesande RA, 'De Interest Rate Swap in drie fiscale sferen', WFR 2015/15, par. 4.2 & handboek derivaten

³⁴¹ Zie HR 10-04-2009, nr. 42916, ECLI:NL:PHR:2009:AZ7364, BNB 2009/271 (Cacaobonen-arrest)

³⁴² Zie Hof 's-Gravenhage 20 februari 2018, 17/00749, ECLI:NI:GHDHA:2018:400, p. 3.2.1.

Naast de voorgenoemde negatieve marktwaarde van een IRS, kan het rentederivaat eveneens een positieve marktwaarde aannemen. De positieve marktwaarde van een IRS ontstaat doordat de vaste te betalen rente lager is dan de marktrente voor de onderliggende lening. De onderneming betaalt zodoende minder rente dan volgens de markt gangbaar is. Dit positieve resultaat hoeft eveneens niet tot het resultaat te worden gerekend. In het cacaobonenarrest stelde de belastingplichtige zich al op het standpunt dat, op grond van het voorzichtigheidsbeginsel, ongerealiseerde winsten niet hoeven te worden genomen, terwijl ongerealiseerde verliezen wel mogen worden genomen. In het arrest van 20 februari 2018 gaf de belastingplichtige aan dat het realisatiebeginsel meebrengt dat winsten op een IRS niet hoeven te worden genomen.³⁴³ Hieruit blijkt nogmaals dat voorzichtigheid is verdisconteerd in realisatiebeginsel, zoals Schmalenbach reeds aangaf.³⁴⁴

In de eerste alinea van deze paragraaf werd gesteld dat de verkrijgingsprijs van een IRS-contract nihil bedraagt. Dit is niet in alle gevallen zo. Indien de onderneming op een later moment dan bij het aangaan van de onderliggende lening een IRS-contract afsluit moet een vergoeding worden betaald. Deze vergoeding geldt volgens de kostprijs-hedge-accountingregels als verkrijgingsprijs en moet vervolgens vennootschappelijk worden geactiveerd. De verkrijgingsprijs zal door middel van amortisering aan de toekomstige jaren van de onderliggende lening worden toegerekend.³⁴⁵ Deze lijn wordt met betrekking tot goed koopmansgebruik eveneens gevolgd. De vergoeding die de onderneming betaalt moet in dat geval, om het toekomstige renteverlies van de bank te compenseren, worden geactiveerd en gedurende de resterende looptijd ten laste van het resultaat worden gebracht.³⁴⁶ Deze vergoeding is mijns inziens erg vergelijkbaar met de betaalde premie voor renteopties, zoals besproken in paragraaf 5.4.3.3.1. In de voorgenoemde paragraaf zal verder worden ingegaan op deze problematiek.

³⁴³ Zie HR 08-11-2019, nr. 18/01352, ECLI:NL:HR:2019:1721, BNB 2020/13, conclusie v. wattel p. 2.6.

³⁴⁴ Prof. dr. L.G.M. Stevens, 'Inkomstenbelasting 2001 (Fiscale handboeken nr. 2) 2020', 01-03-2020, par. 5.2.2 de samenhang tussen de totale winst en de jaarwinst, punt 202.

³⁴⁵ Drs. J.H. Asma AA RB en L.H. Storm van 's Gravesande RA, 'De Interest Rate Swap in drie fiscale sferen', WFR 2015/15, par. 3.4

³⁴⁶ Drs. J.H. Asma AA RB en L.H. Storm van 's Gravesande RA, 'De Interest Rate Swap in drie fiscale sferen', WFR 2015/15, par. 4.4

5.4.2.1 Tussentijdse beëindiging van een IRS

In hoofdstuk 5.4.2 werd afgesloten met de situatie dat de IRS op een later moment werd afgesloten dan de onderliggende lening, waardoor het waardeverloop van de IRS niet volledig gelijkloopt met het waardeverloop van de onderliggende lening. Een ander geval waarbij het waardeverloop niet volledig gelijkloopt, ontstaat wanneer het IRS-contract tussentijds wordt beëindigd, terwijl de onderliggende lening doorloopt. In zo'n situatie wordt gesproken van het *unwinden* van een IRS. Indien de rente is gedaald, is de marktwaarde van de IRS negatief en moet de onderneming een vergoeding betalen aan de bank.³⁴⁷ Het is hierbij belangrijk om te onthouden dat de negatieve marktwaarde van de IRS ontstaat door de hogere toekomstige rentebetalingen. Op het moment dat de onderneming de rente van de variabelrentende lening, middels de IRS, vastzet op een bepaald niveau, zorgt een daling van de EURIBOR ervoor dat de onderneming in de toekomst meer rente betaalt dan volgens de markt gangbaar is. Deze toekomstige hogere rentebetalingen komen tot uitdrukking in de negatieve marktwaarde van de IRS op het moment van *unwinden*. In tegenstelling tot de marktwaarde van de IRS aan het einde van de looptijd kan de marktwaarde van het rentederivaat zodoende tussentijds wel onder nihil dalen.

Daarnaast is het goed om in te zien dat de negatieve marktwaarde van de IRS, bij zo'n tussentijdse beëindiging, eveneens wordt beïnvloed door de variabele rente, zoals beschreven in paragraaf 4.3.3.3. Volgens richtlijn 290.639/637 RJ moet de door de onderneming betaalde vergoeding worden geactiveerd en gedurende de looptijd van de lening via amortisatie ten laste van de winst worden gebracht. Op het moment dat de onderliggende lening eveneens wordt beëindigd wordt de vergoeding in één keer ten laste van het resultaat gebracht.³⁴⁸ Hierbij is het goed om in gedachten te houden dat deze gedachtegang slechts opgaat op het moment dat het rentederivaat en de onderliggende lening gekoppeld zijn, zoals besproken in paragraaf 4.1.

Uit de conclusie van de Hoge Raad van 8 november 2019 blijkt dat, wanneer bij een variabelrentende lening en een daarmee in samenhang gesloten interest rate swap aan de voorwaarden van de hedge-jurisprudentie wordt voldaan, een gelijke behandeling zal moeten

³⁴⁷ H.J. Lemmens, T. Pater, D.G. Schraa, 'De fiscale gevolgen van de afwikkeling van interest rate swaps', WFR 2020/176, H3.1.

³⁴⁸ Drs. J.H. Asma AA RB en L.H. Storm van 's Gravesande RA, 'De Interest Rate Swap in drie fiscale sferen', WFR 2015/15, par. 3.4

plaatsvinden als in het marketmaker-arrest.³⁴⁹ Daarnaast wordt in het onderhavige arrest verwezen naar BNB 2004/163. Hieruit blijkt dat, gedurende de periode van samenhang tussen de IRS en de variabelrentende lening, de IRS op dezelfde manier worden behandeld als een vastrentende lening. Zoals blijkt uit de vorige alinea, is de onderneming, op het moment dat een IRS met een negatieve marktwaarde wordt afgekocht een afkoopsom verschuldigd aan de bank. Hierbij komt de vraag op hoe moet worden omgegaan met deze afkoopsom, als gevolg van de vroegtijdige beëindiging van de IRS, wanneer de IRS als een vastrentende lening moet worden behandeld.

Indien een vastrentende lening wordt afgelost, komt de negatieve marktwaarde van de lening ten laste van het resultaat. Hierbij kan zodoende gedacht worden dat het negatieve voordeel, als gevolg van het vroegtijdig aflossen van de IRS, eveneens direct ten laste van het resultaat kan worden gebracht.³⁵⁰ Deze gedachtegang strookt enigszins met de lijn die tot nu toe ten aanzien van de IRS wordt gevolgd, zoals besproken in paragraaf 5.4.2. Indien de onderliggende lening blijft doorlopen en de IRS vroegtijdig wordt beëindigd, verdampt het verlies op de IRS niet in de resterende looptijd van de onderliggende lening. Asma en Storm 's-Gravesande geven dan ook aan dat de lijn moet worden gevolgd die bij het tussentijds afsluiten van een IRS wordt aangehouden. Volgens hen moet de afkoopsom worden geactiveerd en gedurende de resterende looptijd ten laste van het resultaat worden gebracht.³⁵¹ Anderzijds, geven Lemmens, Pater en Schraa aan dat tegenover de afkoopsom van de IRS geen toekomstige prestatie staat, omdat de IRS volledig uit de vermogenspositie van de belastingplichtige verdwijnt en slechts de variabelrentende lening overblijft.³⁵² Cornелиsse geeft aan dat de IRS een zelfstandig product is en de afkoopsom op grond van het realiteitsbeginsel in één keer ten laste van het resultaat mag worden gebracht.³⁵³

Bruins Slot brengt hierbij eveneens een interessant punt naar voren. Volgens hem kan een onderneming geen verlies nemen wat niet wordt geleden. Hieronder valt eveneens een verlies dat later wordt geneutraliseerd door een voordeel met dezelfde ontstaansgrond. Uit

³⁴⁹ Mr. C.B. Bavinck, 'Toepassing hedge-arresten op interest rate swap', WFR 2020/17, H3.

³⁵⁰ H.J. Lemmens, T. Pater, D.G. Schraa, 'De fiscale gevolgen van de afwikkeling van interest rate swaps', WFR 2020/176, par. 3.1.

³⁵¹ Drs. J.H. Asma AA RB en L.H. Storm van 's Gravesande RA, 'De Interest Rate Swap in drie fiscale sferen', WFR 2015/15, par. 4.3

³⁵² H.J. Lemmens, T. Pater, D.G. Schraa, 'De fiscale gevolgen van de afwikkeling van interest rate swaps', WFR 2020/176, par. 3.2.

³⁵³ R.P.C. Cornелиsse, 'Reactie op het artikel "De Interest Rate Swap in drie fiscale sferen"', WFR 2015/366.

het marketmaker arrest blijkt dat het verlies op een derivaat bij verkoop niet mag worden genomen, maar moet worden geneutraliseerd. Deze neutralisering houdt in dat het verlies moet worden opgeboekt bij, of afboekt van, de boekwaarde van de resterende actief of passiefpost. Dit is het geval bij de situatie waarbij de belastingplichtige bij *'voortduring ernaar streeft (...) het koersrisico te minimaliseren'*. Hij geeft hier heel terecht aan dat dit bij een ondernemer helemaal niet altijd het geval hoeft te zijn.³⁵⁴ Volgens de lijn die Bruins Slot aanhaalt kan het zodoende best zijn dat een ondernemer het verlies op het derivaat wel ten laste van het fiscale resultaat kan brengen. Echter, ziet dit standpunt op speculatieve rentederivaten, die niet het renterisico van de onderliggende lening afdekken.

Volgens het marketmaker-arrest was het in strijd met het realiteitsbeginsel om het verlies op het derivaat in aanmerking te nemen, wanneer tegenover een gerealiseerd verlies een ongerealiseerde winst staat. Bij de afkoop van een IRS staat tegenover het verlies, als gevolg van een gedaalde rente, geen ongerealiseerde winst. Zodoende kan de afkoopsom van de IRS wel ten laste van het resultaat worden gebracht.³⁵⁵ Dit is mijns inziens de juiste lijn die moet worden gevolgd ten aanzien van de afkoopsom van een IRS en is in lijn met de volgende gedachtegang uit paragraaf 4.5.2.

Aan het einde van de looptijd heeft een IRS altijd een waarde van nihil. Op het moment dat de IRS vroegtijdig wordt beëindigd, verdampt het verlies niet in de resterende looptijd. Dit was volgens het marketmaker-arrest juist de reden dat het verlies op de IRS niet ten laste van het resultaat mocht worden gebracht. Het verlies wordt, op het moment dat de IRS en de onderliggende lening doorlopen, helemaal niet gerealiseerd. Deze realisatie geschiedt echter wel op het moment de IRS vroegtijdig wordt beëindigd. De lijn die Lemmens, Pater en Schraa, maar ook Bruins Slot, volgen is mijns inziens juist met betrekking tot de afkoop van een IRS.

Indien de lijn, met betrekking tot de afkoopsom van een IRS, kan worden gevolgd, wekt dit natuurlijk een interessant vraagstuk op bij de Vestia-affaire, zoals beschreven in hoofdstuk 2.3. In die zaak werden in 2012 op een gegeven moment alle rentederivaten in één keer allemaal afgekocht. Deze afkoop zou als gevolg hebben dat de negatieve marktwaarden van de rentederivaten in één klap allemaal worden gerealiseerd en in het fiscale resultaat moeten worden verantwoord. Normaliter stelt een belastingadviseur zich op het standpunt dat het

³⁵⁴ Drs. W. Bruins Slot, 'Het in samenhang waarderen', TFO 2019/165.4, par. 3.

³⁵⁵ H.J. Lemmens, T. Pater, D.G. Schraa, 'De fiscale gevolgen van de afwikkeling van interest rate swaps', WFR 2020/176, H3.2.

verlies op de derivaten in het onderhavige jaar ten laste van het resultaat kan worden gebracht. In een zaak, zoals de Vestia-affaire, waarbij al het verlies in één keer wordt gerealiseerd, kan afgevraagd worden of dit een wenselijke uitkomst is. De kans dat het verrekenbare verlies in de loop van de tijd namelijk verdampt, is erg groot voor de onderneming. In een dergelijke situatie zou de afkoop van de rentederivaten met een negatieve marktwaarde beter in verschillende jaren kunnen geschieden. De vraag blijft uiteraard of dat bij Vestia überhaupt mogelijk was.

5.4.3 Renteopties

In paragraaf 5.4.2 werd ingegaan op de toepassing van de hedge-jurisprudentie ten aanzien van een IRS. Naar aanleiding van de conclusie van de Hoge Raad op 8 november 2019 en het marketmaker-arrest lijken redelijk duidelijke regels te zijn opgesteld voor de toepassing van goed koopmansgebruik op dit rentederivaat. Echter, werd in paragraaf 4.4 en 4.5 eveneens het waardeverloop van twee andere soorten rentederivaten onder de loep genomen, namelijk de swaption en de rentecap with knock-in floor. Deze twee renteopties verschillen ten opzichte van de IRS in een aantal aspecten. Ten eerste wordt bij het afsluiten van de renteopties door de onderneming een premie betaald of ontvangen. Het is hierbij belangrijk om in gedachten te houden dat rentederivaten op kostprijs worden gewaardeerd. Zoals beschreven in paragraaf 4.4.1, is de waarde van renteopties op het moment van aangaan namelijk gelijk aan de betaalde premie. In paragraaf 5.4.3.3 zal verder worden gekeken hoe goed koopmansgebruik omgaat met de betaalde premie.

Ten tweede verschilt een renteoptie van een IRS in de waardering. In paragraaf 4.5.1 werd aangegeven dat de waarde van een optie wordt bepaald door middel van de verwachtingswaarde en de intrinsieke waarde. Hierbij speelt dan ook de vraag op van welke waarde fiscaal moet worden uitgegaan op het moment dat volgens de hedge-jurisprudentie wordt verplicht tot samenhangende waardering. De Hoge Raad heeft hier tot dusver nog geen uitspraak over gedaan.³⁵⁶ Mijns inziens is het meest logisch om uit te gaan van de intrinsieke waarde bij renterisico-afdekkende derivaten. De verwachtingswaarde ziet op de mogelijke toekomstige ontwikkelingen.³⁵⁷ Op het moment dat eveneens naar de verwachtingswaarde

³⁵⁶ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H9.2.2.

³⁵⁷ Zie paragraaf 4.5.1.1 van deze scriptie.

wordt gekeken bij de samenhangende waardering, krijgt de waardering van de hedge-verhouding een speculatief karakter. Bij de waardering van renteopties wordt voor de rest van deze scriptie dan ook slechts rekening gehouden met de intrinsieke waarde van de optie. Dit betekent dat het rentederivaat slechts een waarde aanneemt op het moment dat de referentierente de uitoefenprijs overschrijdt.

Zoals bleek uit hoofdstuk 4.4 en 4.5, kan een renteoptie eveneens een positieve of negatieve marktwaarde aannemen. Bij een renteoptie wordt slechts een winst of verlies gerealiseerd op het moment dat deze wordt uitgeoefend. In de commerciële jaarrekening worden bij opties zowel niet-gerealiseerde verliezen als niet-gerealiseerde winsten verantwoord. Dit is voor de fiscale jaarrekening echter in strijd met de voorzichtigheid van goed koopmansgebruik.³⁵⁸ Ten aanzien van de winstneming bij opties volgt de Hoge Raad normaliter de lijn dat slechts bij de daadwerkelijke uitoefening winst behoeft te worden verantwoord. Hierbij keurt de Hoge Raad het in sommige gevallen zelfs goed dat de winst wordt uitgesteld tot na de uitoefening van het optierecht.³⁵⁹

Dit roept de vraag op hoe volgens goed koopmansgebruik moet worden omgegaan met het uitoefenen van een optie die het renterisico van de onderliggende lening afdekt. Daarnaast kan bedacht worden of de hedge-jurisprudentie wel kan worden toegepast op renteopties, zoals een swaption en rentecap with knock-in floor. Deze twee vragen zullen in paragraaf 5.4.3.1 en 5.4.3.2 worden beantwoord met betrekking tot swaption en de rentecap with knock-in floor. Hierbij wordt in 5.4.3.1.1 een algemeen beeld geschetst van hoe volgens goed koopmansgebruik moet worden omgegaan met het uitoefenen van renteoptie.

5.4.3.1 Toepassing van de hedge-jurisprudentie op een swaption

In deze scriptie wordt met name ingegaan op de negatieve marktwaarde van rentederivaten, als gevolg van een daling van de marktrente. In paragraaf 4.4.1 werd aangegeven dat het verlies op een swaption is gemaximeerd tot de betaalde premie. Indien de rente lager is dan de vooraf afgesproken vaste rente, zal de swaption namelijk niet worden uitgeoefend. Op deze premie wordt verder ingegaan in paragraaf 5.4.3.3. Daarentegen, kan eveneens de situatie optreden dat de marktrente hoger is dan de vooraf vastgestelde rente. Op dat

³⁵⁸ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H9.2.3.

³⁵⁹ Zie HR 07-09-1988, nr. 24 981, ECLI:NL:HR:1988:BH7237, BNB 1988/297.

moment is de swaption in-the-money. Hiermee ontstaat de vraag hoe fiscaal moet worden omgegaan met de winst van een in-the-money swaption. Zoals aangegeven in paragraaf 4.4.1, bestaan er twee mogelijkheden voor de onderneming op het moment dat een swaption in-the-money is. Enerzijds, kan de onderneming de swaption, door middel van een physical settlement, uitoefenen. Deze problematiek wordt in paragraaf 5.4.3.1.1 besproken. Anderzijds, kan de onderneming de swaption unwinden. Hierop zal in paragraaf 5.4.3.1.2 worden ingegaan.

5.4.3.1.1 Uitoefenen van de swaption

Bij het uitoefenen van een swaption wordt de swaption omgezet in een IRS en zal de rente op een bepaald niveau worden vastgezet. Vanaf dit moment wordt het stramien van de IRS, zoals besproken in paragraaf 5.2, gevolgd. Tot het moment van omzetten heeft de in-the-money swaption een positieve marktwaarde, indien de referentierente hoger is dan de vooraf vastgestelde vaste rente. De vraag die hierbij opspeelt is of deze waardemutatie van de swaption, op het moment van omzetten, wordt gerealiseerd en zodoende in het resultaat moet worden meegenomen.

In paragraaf 5.4.3 werd aangegeven dat de winst op een renteoptie volgens de Hoge Raad wordt gerealiseerd op het moment van uitoefening van de optie. De positieve marktwaarde van de swaption ziet echter op het feit dat een toekomstig voordeel wordt behaald op de onderliggende lening, doordat middels de IRS een lagere rente wordt betaald dan de marktrente. Mijns inziens zou het logischerwijs in strijd zijn met het realisatiebeginsel, die volgens Schmalenbach ligt verwerkt in het voorzichtigheidsbeginsel, om de onderneming te verplichten deze winst tot het resultaat te rekenen. Aan deze vraag, wanneer de winst op een renteoptie wordt gerealiseerd, ligt echter bredere jurisprudentie ten grondslag.

De vraag die hier eigenlijk opspeelt, is of sprake is van een zelfstandig zaak of dat de renteoptie als verlengstuk moet worden gezien van de onderliggende lening. In WFR 1992/1177 bekijkt Bavinck of opties als zelfstandige zaak kunnen worden beschouwd. Op het moment dat een optie namelijk als zelfstandige zaak kan worden gezien, zal uiterlijk op de einddatum van het contract een resultaat moeten worden genomen, terwijl het resultaat van de renteoptie bij een niet-zelfstandige behandeling de route kan volgen van het later te

realiseren resultaat van het onderliggende product.³⁶⁰ Deze problematiek is in oudere jurisprudentie breeduit besproken. Aangezien deze zelfstandigheid van een optie een veel dieper vraagstuk betreft dan de fiscale behandeling van derivaten, zal de strekking kort worden toegelicht.

In BNB 1996/365³⁶¹ nam de Hoge Raad de lijn aan dat opties als zelfstandige zaken konden worden beschouwd. Dit arrest wordt verder toegelicht in paragraaf 5.4.3.1.2. Op deze uitspraak van de Hoge Raad kwam veel kritiek in de literatuur.³⁶² Uiteindelijk werd in het Falcon-arrest³⁶³ duidelijkheid gegeven over de fiscale behandeling van call -en putopties. In het onderhavige arrest ging het om de vraag of een voordeel uit een optie als voordeel uit een deelneming kon worden beschouwd en zodoende onder de deelnemingsvrijstelling viel, of dat een optie een zelfstandig vermogensrecht was. De Hoge Raad concludeerde dat *'bij uitoefening van de calloptie (putoptie) enkel de werkelijk ontvangen koopsom als opbrengst wordt beschouwd en onder de deelnemingsvrijstelling wordt gebracht. De callverplichting (het putrecht) wordt niet als zelfstandig passivum (activum) in de fiscale balans opgenomen, zodat waardeveranderingen ervan niet tot de belaste winst behoren.'*³⁶⁴

Kortom, kan uit de uitspraak van de Hoge Raad in het Falcons-arrest worden afgeleid dat een optie niet als zelfstandige zaak wordt gezien en dat call -en putopties gezamenlijk met de onderliggende asset moeten worden behandeld. Voor een swaption betekent dit dat vanaf het moment van uitoefenen het regime van de IRS moet worden gevolgd. Zoals besproken in hoofdstuk 5.4.2, worden, afgezien van een mogelijke tussentijdse beëindiging, bij een IRS geen tussentijdse vermogensmutaties gerealiseerd. Dit betekent dat de positieve marktwaarde van de swaption bij uitoefening niet tot de winst hoeft te worden gerekend. De gedachtegang in dat geval is dat de marktwaarde van de swaption eigenlijk ziet op de toekomstige positieve marktwaarde van de IRS en dat de positieve marktwaarde van de swaption, op het moment van uitoefening, als het ware wordt doorgegeven aan de IRS. Ten aanzien van deze IRS verplicht goed koopmansgebruik, middels de hedge-jurisprudentie, dat in samenhang moet worden gewaardeerd met de onderliggende lening. Het is tevens opvallend dat de Gunst naar aanleiding van het Falcon-arrest en BNB 2004/214 al opmaakte dat bij een 'fully hedged'

³⁶⁰ Mr. C.B. Bavinck, 'De optie als zelfstandige zaak', WFR 1992/1177.

³⁶¹ Zie HR 06-03-1996, nr. 30 093, ECLI:NL:PHR:1996:AA1809, BNB 1996/365 (putwarrant-arrest).

³⁶² Zie onder andere Mr. S. van Weeghel, 'Een optie is geen zaak, laat staan zelfstandig', Weekblad 1992/1558.

³⁶³ HR 22-11-2002, nr. 36 272, ECLI:NL:HR:2002:AD8488, BNB 2003/34 (Falcons-arrest).

³⁶⁴ Mr. H. de Gunst, 'Belastingheffing ter zake van opties', WFR 2005/202, p. 2.2

transactie gezamenlijke waardering op de balans dient plaats te vinden.³⁶⁵ Dit is eveneens de lijn die later in de hedge-jurisprudentie wordt gevolgd.

5.4.3.1.2 Unwinden van de swaption

Om als renterisico-afdekkend instrument te worden beschouwd, moet het oogmerk van de onderneming zijn om het renterisico af te dekken. Dit betekent dat niet het doel moet zijn om het rentederivaat vroegtijdig te verkopen. Echter, kan de situatie optreden dat het project, waarvoor de onderneming een swaption heeft afgesloten, geen doorgang vindt. De onderneming heeft dan een recht verworven tot het afsluiten van een renteswap die de variabele rente van de onderliggende lening vastzet. Wanneer de marktrente hoger is dan de vooraf vastgestelde rente, heeft de swaption een positieve marktwaarde, zoals in tabel 3 werd geïllustreerd. Deze marktwaarde kan in principe oneindig positief worden, wanneer de marktrente blijft stijgen. De onderneming kan op dat moment kiezen om de swaption op de markt beschikbaar te stellen door deze te unwinden, zoals besproken in paragraaf 4.4.1. Tot het moment van unwinden van een in-the-money swaption is sprake van een ongerealiseerde winst. Deze hoeft op grond van het realisatiebeginsel niet tot de winst te worden gerekend.

Op het moment van unwinden van de in-the-money swaption wordt wel een winst gerealiseerd. Hier treedt de vraag op hoe binnen goed koopmansgebruik moet worden omgegaan met deze winst. In paragraaf 5.4.3 werd aangegeven dat de hedge-jurisprudentie eveneens kan worden toegepast op opties, zoals een swaption. Met betrekking tot de IRS, werden een aantal situaties geïllustreerd waarbij door de onderneming een vergoeding werd betaald of ontvangen voor het rentederivaat en mogelijk een winst of verlies werd gerealiseerd. Ten eerste moet de onderneming, op het moment dat ze de IRS op een later moment afsluit dan de onderliggende lening, een vergoeding betalen aan de bank. Deze vergoeding moet worden geactiveerd en wordt gedurende de resterende looptijd ten laste van het resultaat van de onderneming gebracht. Ten tweede werd aangegeven dat de afkoopsom, bij het tussentijds beëindigen van een IRS met een negatieve marktwaarde, wel ten laste van het resultaat kan worden gebracht.

Het verschil, tussen de voorgenoemde twee situaties en het unwinden van een swaption, is dat het unwinden van een swaption slechts geschiedt op het moment dat deze

³⁶⁵ Mr. H. de Gunst, 'Belastingheffing ter zake van opties', WFR 2005/202, p. 2.1

een positieve marktwaarde heeft, terwijl bij de IRS werd uitgegaan van een negatieve marktwaarde. De marktwaarde van de swaption kan namelijk maximaal tot de betaalde premie negatief worden. Nu is de vraag hoe met deze winst moet worden omgegaan bij een positieve marktwaarde van de swaption, op het moment dat deze wordt verkocht. Hierbij zou kunnen worden bedacht dat de winst op het moment van unwinden van de swaption wordt gerealiseerd. De swaption wordt op dat moment immers aan een andere partij overgedragen. Echter, valt de positieve marktwaarde van de swaption toe te rekenen aan het feit dat de marktrente in de toekomstige jaren hoger is dan de vaste te betalen rente, waardoor de houder van de swaption effectief minder rente betaalt. De winst ziet zodoende op de resterende looptijd van de onderliggende lening en niet op het moment dat de swaption wordt unwind. Het is hierbij belangrijk om het risico-afdekkende aspect van een swaption te onthouden bij het unwinden, zoals besproken in paragraaf 4.4.1. De swaption behoudt slechts een risico-afdekkend karakter op het moment dat de swaption wordt unwind, doordat het project, waarvoor de onderliggende lening is aangegaan en de swaption is afgesloten, geen doorgang vindt.

Ter beantwoording van deze problematiek kan ten eerste naar het realisatiebeginsel van goed koopmansgebruik worden gekeken. De Hoge Raad gaf aan dat, volgens het realisatiebeginsel, de realisatie van baten plaatsvindt op het moment dat de dienst is verricht of de goederen zijn geleverd en de koopprijs is ontvangen of een vordering is opgenomen.³⁶⁶ Zoals aangegeven in paragraaf 5.4.3, valt de realisatie bij renteopties, zoals een swaption, op het moment van uitoefening van de optie en hoeft pas in dat jaar winst te worden genomen. De positieve marktwaarde van de swaption ziet immers op het feit dat over de onderliggende lening toekomstig minder rente hoeft te worden betaald. Indien deze gedachtegang wordt gevolgd, kan de positieve marktwaarde van de swaption eveneens worden toegerekend aan de onderliggende lening. Dit standpunt onderkent van Weeghel. Hij geeft aan dat een optie haar betekenis ontleent aan de uitoefening van de tot stand te brengen overeenkomst en zodoende niet hiervan kan worden losgekoppeld.³⁶⁷

Daarentegen, moet worden afgevraagd of voordelen uit hoofde van een renteoptie toerekenbaar zijn aan de periode na het unwinden. Hierbij speelt weer de problematiek of een renteoptie als zelfstandige zaak kan worden beschouwd. Bavinck geeft aan dat het kan

³⁶⁶ HR 17-06-1959, nr. 13 902, ECLI:NL:HR:1959:AY0900, BNB 1959/304.

³⁶⁷ Mr. S. van Weeghel, 'Een optie is geen zaak, laat staan zelfstandig', WFR 1992/1558, p. 4.1.

voorkomen dat het resultaat van een optie niet opgaat in de onderliggende lening, indien een courante markt bestaat voor de opties. Op dat moment vormt de optie een zelfstandige zaak.³⁶⁸ Zoals reeds aangegeven, wordt de swaption bij het unwinden ervan beschikbaar gesteld op de markt. Naar aanleiding van de conclusie van Bavinck zou dit betekenen dat de swaption als zelfstandige zaak wordt gezien. Bavinck baseerde dit standpunt op de uitspraak van de Hoge Raad in het putwarrant-arrest.³⁶⁹ Met betrekking tot de swaption, zou hieruit kunnen worden afgeleid dat het voordeel op een renteoptie, na de vervreemding, niet kan worden toegerekend aan het onderliggende product. Kortom, kan aan de hand van het standpunt van Bavinck worden gesteld dat de positieve marktwaarde van de swaption direct bij het resultaat moet worden genomen.

Zoals beschreven in paragraaf 5.4.3.1.1, kan deze gedachtegang, dat een optie als zelfstandige zaak kan worden beschouwd, naar aanleiding van het Falcons-arrest aan de kant worden geschoven. Dit brengt mee dat de positieve marktwaarde bij het unwinden van een swaption moet worden toegerekend aan de onderliggende lening. De positieve marktwaarde volgt bij het unwinden van de swaption dan ook een enigszins gelijke behandeling als bij de uitoefening van de swaption. Bij de uitoefening van een swaption gaat de positieve marktwaarde als het ware over op de IRS. Bij het unwinden van een swaption gaat de positieve marktwaarde over op de onderliggende lening.

Opvallend, bij de vraag hoe moet worden omgegaan bij de positieve marktwaarde van een swaption, is dat het unwinden van een swaption eigenlijk ingaat tegen de strekking van een renterisico-afdekkende derivaat. Zoals blijkt uit de hedge-jurisprudentie, moet de onderneming voor ogen hebben om met het derivaat een risico af te dekken. In lijn met de risico-afdekkende functie, moet een in-the-money swaption worden uitgeoefend en niet wordt verkocht, zoals bij het unwinden gebeurt. De onderneming dekt met de uitoefening van de swaption immers het risico af om een hogere rente te moeten betalen. De verkoop van een renteoptie past dan ook niet binnen het straatje van een renterisico-afdekkend derivaat.

³⁶⁸ C.B. Bavinck, 'De optie als zelfstandige zaak', WFR 1992/6022, H2.

³⁶⁹ HR 06-03-1996, nr. 30 093, ECLI:NL:PHR:1996:AA1809, BNB 1996/365 (putwarrant-arrest), p. 3.2: *indien een deelneming wordt vervreemd tegen een koopprijs die voor de vervreemder mede bestaat uit een garantieverplichting jegens een derde, waarvan de waarde ten tijde van de verkoop vaststaat doch waarvan het uiteindelijke beloop ten tijde van de verkoop onzeker is, en welk beloop niet afhangt van feiten en omstandigheden, (...), doch met het toekomstige waardeverloop van de verkochte aandelen, de opbrengst van de deelneming dient te worden bepaald met inachtneming van de geschatte waarde van de verplichting ten tijde van de verkoop, en dat waardeveranderingen van de verplichting, die zich naderhand voordoen, niet kunnen worden aangemerkt als voordelen uit hoofde van de deelneming'.*

5.4.3.2 Toepassing van de hedge-jurisprudentie op de rentecap with knock-in floor

In paragraaf 5.4.3.1 werd ingegaan op de algemene fiscale behandeling van een renteoptie. Vervolgens werd in 5.4.3.1.1 gekeken hoe goed koopmansgebruik omgaat met de positieve marktwaarde van een optie, zoals een swaption, op het moment dat deze wordt uitgeoefend. Een belangrijk verschil tussen de swaption en de rentecap with knock-in floor zit eveneens in deze uitoefening. Bij de swaption verwierf de onderneming het recht om op een bepaald moment in de toekomst, middels een IRS, de rente op een vooraf vastgesteld niveau vast te zetten. De onderneming zal de renteoptie uitoefenen op het moment dat de marktrente boven het vooraf vastgestelde renteniveau stijgt. Bij de rentecap with knock-in floor gebeurt niks, wanneer de referentierente binnen de bandbreedte van de optie blijft. Daarentegen, wordt de rentecap with knock-in floor automatisch uitgeoefend, wanneer de referentierente de uitoefenprijs van de rentecap of de knock-in floor overschrijdt. Op dat moment heeft de optie namelijk een intrinsieke waarde.

Zoals aangegeven in hoofdstuk 4.5, kan de rentecap with knock-in floor een intrinsieke waarde aannemen middels de cap functie en middels de knock-in floor functie. Net als bij de swaption, zal met betrekking tot waardering van de rentecap with knock-in floor slechts worden uitgegaan van de intrinsieke waarde. In paragraaf 5.4.3.2.1 en paragraaf 5.4.3.2.2 wordt toegelicht hoe goed koopmansgebruik omgaat met de marktwaarde van de rentecap with knock-in floor. Tevens, volgt de door de onderneming betaalde premie hetzelfde regime als de premie van een swaption, die in paragraaf 5.4.3.3 wordt behandeld. Het is hierbij wel goed om alvast in te zien dat de onderneming bij een zero-cost strategy de premie van de rentecap kan compenseren met de premie van de knock-in floor.

5.4.3.2.1 Positieve marktwaarde middels de cap functie

In paragraaf 4.5.1.1 werd aangegeven dat de marktwaarde voor de koper van een rentecap niet onder nihil kan dalen. Bij een rentecap with knock-in floor kan middels de cap functie zodoende slechts sprake zijn van een positieve marktwaarde. De rentecap wordt direct uitgeoefend op het moment dat de referentierente boven het vooraf vastgesteld renteniveau, ook wel het strikeniveau genoemd, stijgt. Op dat moment is de renteoptie in-the-money en betaalt de bank het verschil tussen de referentierente en het strikeniveau aan de onderneming. De gedachte is in een dergelijk geval ongeveer hetzelfde als bij een IRS. De

onderneming betaalt namelijk in de toekomst een lagere rente dan volgens de markt gangbaar is. Echter, is het verschil dat de onderneming de rente, middels een IRS, permanent vastzet op een bepaald niveau, terwijl de rente bij een rentecap slechts wordt vastgezet op het moment dat de referentierente boven het vooraf vastgestelde niveau stijgt. Daarnaast, wordt bij een rentecap with knock-in floor, in tegenstelling tot een IRS, daadwerkelijk een vergoeding aan de onderneming betaald.

Bij de IRS werd, met betrekking tot de positieve marktwaarde van het rentederivaat, gesteld dat, op grond van het voorzichtigheidsbeginsel, de ongerealiseerde winsten niet hoeven te worden genomen. Daarnaast bracht het realisatiebeginsel, volgens het arrest van 20 februari 2018, mee dat winsten op een IRS niet hoeven te worden genomen. Ten aanzien van de positieve marktwaarde van de rentecap with knock-in floor, kan afgevraagd worden of middels de cap-functie eveneens geen winst wordt gerealiseerd. De rentecap zorgt er namelijk voor dat de bank werkelijk een vergoeding betaalt aan de onderneming bij een overschrijding van de referentierente van het strikeniveau, terwijl de positieve marktwaarde van de IRS ontstaat doordat de onderneming een lagere rente betaalt dan zij normaal gesproken zou betalen voor de onderliggende variabelrentende lening. Bij deze werkelijke vergoeding van de bank aan de onderneming bij een rentecap kan bedacht worden dat wel degelijk een winst wordt gerealiseerd.

Mijns inziens vereist goed koopmansgebruik bij de werkelijke betaling van de vergoeding van de swapbank aan de onderneming, bij het overschrijden van het strikeniveau van de cap door de referentierente, een andere behandeling dan bij de positieve marktwaarde van een IRS. Ter illustratie, wordt het volgende voorbeeld gebruikt. Een onderneming heeft een variabelrentende lening afgesloten bij bank X. Normaliter betaalt de onderneming over de variabelrentende lening een rente die gelijk is aan de 6-maands EURIBOR. Enerzijds, kan de onderneming kiezen om de rente vast te zetten op 3% middels een IRS bij bank Y. Anderzijds, kan de onderneming kiezen om het renterisico af te dekken middels een rentecap with knock-in floor bij bank Y, waarbij het strikeniveau van de caplets op 3% worden gesteld. Gemakshalve, wordt het strikeniveau van de knock-in floor hier buiten beschouwing gelaten en wordt uitgegaan van een zero-cost strategy.

Na twee jaar bedraagt de EURIBOR die de onderneming aan bank X betaalt 3,5%. Indien de onderneming een IRS heeft afgesloten, betaalt bank Y 3,5% rente aan de onderneming, terwijl de onderneming slechts 3% vaste rente aan bank Y betaalt. Dit leidt tot

een toekomstig rentevoordeel voor de onderneming van 0,5%, waardoor de IRS een positieve marktwaarde aanneemt. Indien de onderneming een rentecap heeft afgesloten, ontvangt de onderneming een 0,5% vergoeding van swapbank Y, omdat de referentierente van 3,5% boven het strikeniveau van 3% is gestegen. Uitgaande van een zero-cost strategy leidt dit eveneens tot een toekomstig rentevoordeel van 0,5%, waardoor de rentecap with knock-in floor een positieve marktwaarde krijgt. Deze vergoeding van de rentecap wordt, op het moment dat de referentierente het strikeniveau overschrijdt, direct ontvangen. Goed koopmansgebruik vereist mijns inziens in een dergelijke situatie dat het resultaat in dat jaar dan ook bij het resultaat wordt gerekend. Deze vergoeding wordt immers direct in dat jaar gerealiseerd.

Daarentegen, blijkt uit het vorige voorbeeld mijns inziens evident dat de positieve marktwaarde van de rentecap with knock-in floor, als gevolg van een stijging van de referentierente boven het strikeniveau, voor goed koopmansgebruik gelijk kan worden behandeld als een IRS. De positieve marktwaarde van de rentecap with knock-in floor ontstaat namelijk doordat de onderneming in de toekomst, net als bij een IRS, een lagere rente moet betalen voor de onderliggende lening. Net als bij de swaption, kan de positieve marktwaarde van de rentecap with knock-in floor, mijns inziens worden toegerekend aan de onderliggende lening. Voordelen hoeven zodoende, op grond van het voorzichtigheidsbeginsel, dan wel het realisatiebeginsel, niet direct bij het resultaat te worden gerekend.

Volledigheidshalve, is het goed om op te merken dat de rentecap niet hetzelfde is als een IRS. Zoals reeds benoemd, wordt bij een IRS de rente permanent vastgezet op een bepaald niveau, terwijl de rentecap de rente slechts vastzet op het moment dat de referentierente boven het strikeniveau uitstijgt.

5.4.3.2.2 Negatieve marktwaarde middels de knock-in floor functie

In paragraaf 4.5.4 werd het gevaar van een rentecap with knock-in floor geïllustreerd. Op het moment dat de referentierente onder het strikeniveau van de knock-in floor daalt, krijgt het rentederivaat namelijk van het ene op het andere moment een zeer negatieve marktwaarde. In tegenstelling tot paragraaf 5.4.3.1 en 5.4.3.2.1, waarbij werd ingegaan op de positieve marktwaarde van de renteoptie, wordt hier zodoende ingegaan op de negatieve marktwaarde van een renteoptie. Ten aanzien van dit verlies moet worden bedacht of goed koopmansgebruik toestaat dat de lijn van de hedge-jurisprudentie kan worden gevolgd en

zodoende in samenhang moet worden gewaardeerd. Hierbij spelen mijns inziens twee belangrijke aspecten een rol.

Het eerste aspect ziet op de in paragraaf 4.5.5 gestelde vraag in hoeverre een rentefloor een renterisico-afdekkende functie vervult. Hierin werd gesteld dat verdedigd kan worden dat de knock-in floor een risico-afdekkende functie vervult, voor zover de ontvangen premie wordt aangewend om de premie van de rentecap te verlagen. Indien deze stelling wordt betrokken op de hedge-jurisprudentie, volgt uit het cacaobonen-arrest, zoals besproken in paragraaf 5.3.1.3.2, dat het realiteitsbeginsel zich tegen een afzonderlijke verantwoording van de IRS verzet, op het moment dat de IRS samenhangt met de onderliggende lening en het variabele renterisico in hoge mate wordt beperkt.

Het vereiste dat het renterisico in hoge mate moet worden beperkt, wordt in de conclusie van de Hoge Raad van 8 november 2019 eveneens gevolgd. Hierin geeft de Hoge Raad aan dat bij de beoordeling van dit vereiste naar de omstandigheden moet worden gekeken. Zo kan bijvoorbeeld de aard van de geldlening en het swapcontract van toepassing zijn en de omstandigheid dat de afdekking van risico's is beoogd, waarbij eveneens naar het cacaobonenarrest wordt verwezen.³⁷⁰ Ten aanzien van de rentecap with knock-in floor, kan de gedachtegang van paragraaf 4.5.5 dan ook worden gevolgd. Het is mijns inziens in lijn met de economische doelstellingen van de onderneming om de rentecap with knock-in floor als renterisico-afdekkend instrument in te zetten, op het moment dat de premie van de knock-in floor wordt ingezet om de premie van de rentecap te verlagen. Op dat moment wordt het renterisico mede door de knock-in floor in hoge mate beperkt.

Het tweede aspect bouwt voort op het in de vorige alinea benoemde punt. De Hoge Raad benoemt in zijn conclusie namelijk dat de waardeontwikkeling van de te betalen variabele rente van de geldlening en de toekomstige te ontvangen IRS-betalingen moeten correleren binnen een bandbreedte van 80 tot 125 procent.³⁷¹ In paragraaf 5.3.1.3.2 werd als kritiekpunt op het arrest van 20 februari 2019 door Bavinck benoemd dat in het IRS-arrest helemaal geen vergelijkbare situatie met de fair-value hedge-arresten bestaat, omdat tegenover de negatieve marktwaarde van de IRS geen latente winst staat.³⁷² Uit de conclusie van 8 november 2019 volgde dat de onderliggende variabelrentende lening wel een positieve

³⁷⁰ HR 08-11-2019, nr. 18/01352, ECLI:NL:HR:2019:1721, BNB 2020/13, p. 3.2.3.

³⁷¹ HR 08-11-2019, nr. 18/01352, ECLI:NL:HR:2019:1721, BNB 2020/13, p. 3.2.4.

³⁷² Mr. C.B. Bavinck, 'Toepassing hedge-arresten op interest rate swap', WFR 2020/17, H1.

waarde aanneemt en dat deze positieve marktwaarde ervoor zorgt dat de negatieve marktwaarde van de IRS wordt gecompenseerd. Het probleem dat mijns inziens bij de rentecap with knock-in floor optreedt is dat de negatieve marktwaarde van het rentederivaat totaal niet in verhouding staat met de positieve marktwaarde van de onderliggende lening.

Op het moment dat de referentierente onder het strikeniveau van de knock-in floor daalt, moet de onderneming het rentepercentage betalen dat gelijk is aan het strikeniveau van de rentecap. De onderneming betaalt in één keer een stuk meer rente dan volgens de markt gangbaar is en de rentecap with knock-in floor zal dan ook van het ene op het andere moment een zeer negatieve marktwaarde aannemen. Daarentegen, zal de onderliggende lening, door de constant afnemende rente, gestaag een positieve marktwaarde aannemen.

Uitgaande van het voorbeeld in paragraaf 4.5.4, zal de door de onderneming te betalen rente, op het moment dat de referentierente onder het strikeniveau van de knock-in floor daalt, op het strikeniveau van de rentecap van 4,5% worden gesteld, terwijl de marktrente 1,5% bedraagt. In een dergelijk geval kan mijns inziens worden geconcludeerd dat de waardeontwikkeling van het rentederivaat en de onderliggende lening niet binnen een bandbreedte van 80 tot 125 procent correleert. Wanneer deze conclusie wordt toegepast op de hedge-jurisprudentie, kan worden gesteld dat goed koopmansgebruik niet vereist dat de rentecap with knock-in floor en de onderliggende lening in samenhang moeten worden gewaardeerd. Dit zou meebrengen dat de negatieve marktwaarde van de rentecap with knock-in floor wel in één keer ten laste van het resultaat kan worden gebracht.

Opvallend aan de conclusie uit deze paragraaf en de conclusie uit paragraaf 5.4.3.2.1 is dat, met betrekking tot de samenhangende waardering, een onderscheid wordt gemaakt tussen de behandeling van de rentecap with knock-in floor ten aanzien van de rentecap en de knock-in floor. Ten aanzien van de rentecap verplicht goed koopmansgebruik, middels de hedge-jurisprudentie, namelijk tot samenhangende waardering en moet de positieve marktwaarde van de rentecap with knock-in floor worden toegerekend aan de onderliggende lening. Daarentegen, zorgt de knock-in floor ervoor dat niet aan de voorwaarde, dat de waardeontwikkeling van het rentederivaat en de onderliggende lening binnen een bandbreedte van 80 tot 125 procent correleert, wordt voldaan. In de volgende paragraaf wordt dit onderscheid genuanceerd.

5.4.3.2.3 Evaluatie van de rentecap with knock-in floor

Het onderscheid, in de verplichte samenhangende waardering van de rentecap with knock-in floor, ten aanzien van de rentecap en de knock-in floor ziet met name op de vraag of wel sprake is van een renterisico-afdekkend instrument. Deze vraag werd in de vorige twee paragrafen reeds aangehaald. Hieruit volgde dat sprake is van een risico-afdekkend instrument, op het moment dat de premie van de rentecap wordt aangewend om de premie van de knock-in floor te compenseren. Hierbij blijft het probleem opspelen dat de knock-in floor ervoor zorgt dat niet wordt voldaan aan het 80 tot 125 procent correlatie-vereiste. Om zeker te zijn van de vraag of in samenhang moet worden gewaardeerd, moet door de Hoge Raad worden geoordeeld aan welk vereiste meer waarde wordt gehecht.

Echter, kan mijns inziens aan de hand van de feiten uit het marketmaker-arrest worden afgeleid dat de rentecap with knock-in floor wel als risico-afdekkend instrument kwalificeert. Zoals aangegeven in paragraaf 5.3.1.3.1 werd in dit arrest namelijk het toepassingsbereik van de zeer effectieve hedge uitgebreid, door te stellen dat eveneens wordt verplicht tot samenhangende waardering, wanneer het onderliggende product en het afdekkende instrument tot 'hetzelfde mandje' behoren. Aangezien het gaat om één financieel product, namelijk de rentecap with-knock in floor, die ziet op de onderliggende lening en niet om twee zelfstandige rentederivaten, is mijns inziens sprake van hetzelfde mandje. Hiervoor moet overigens nog steeds gelden dat de premie van de knock-in floor wordt aangewend om de premie van de rentecap te compenseren.

Enigszins controversie met hetgeen besproken in 5.4.3.2.2, betekent dit dat goed koopmansgebruik eveneens ten aanzien van de rentecap with knock-in floor verplicht tot samenhangende waardering met de onderliggende lening. Het verschil met bijvoorbeeld een IRS is dat de marktwaarde van de rentecap with knock-in floor, op het moment dat de referentierente onder het strikeniveau van de knock-in floor is gedaald, niet tot nihil afloopt. De negatieve marktwaarde van het rentederivaat is namelijk een stuk hoger dan de positieve marktwaarde van de onderliggende lening. Deze negatieve marktwaarde van het rentederivaat zal dan ook pas aan het einde van de looptijd van de rentecap with knock-in floor ten laste van de winst kunnen worden gebracht.

5.4.3.3 de premie volgens GKG

In hoofdstuk 4 werd ingegaan op verschillende renteopties, namelijk de swaption en de rentecap with knock-in floor. De onderneming betaalt bij het afsluiten van de eerstgenoemde renteoptie een premie, zodat zij het recht heeft om op een later moment de swaption om te kunnen zetten in een renteswap. De laatstgenoemde renteoptie, bestaat uit een rentecap en een knock-in floor. De onderneming betaalt voor de rentecap eveneens een premie, in ruil voor het recht dat de onderneming nooit meer rente betaalt dan het vooraf vastgestelde renteniveau. Daarnaast, ontvangt de onderneming een premie van de bank voor de knock-in floor, zodat de bank is verzekerd dat de rentebetaling van de onderneming nooit minder bedraagt dan het vooraf vastgestelde renteniveau. De knock-in functie zorgt ervoor dat de onderneming een hogere premie ontvangt of het strikeniveau van de rentefloor lager kan zetten.

Het is goed om te zien dat de premie voor de onderneming zowel als kost als bate kan kwalificeren. In paragraaf 5.4.3.3.1 wordt eerst ingegaan op de door de onderneming betaalde premie, ofwel de kostenkant van de premie voor de onderneming. Vervolgens wordt in paragraaf 5.4.3.3.2 ingegaan op de fiscale behandeling van de premie als bate. Dit is het geval wanneer de onderneming een vergoeding ontvangt voor de knock-in floor.

5.4.3.3.1 De premie als kost voor de onderneming

Voordat wordt ingegaan op de toerekening van de premiekosten volgens goed koopmansgebruik, is het goed om het effect van de betaalde premie op de marktwaarde van een renteoptie nogmaals aan te halen. Zoals aangegeven in paragraaf 4.4.1, wordt, op het moment dat de swaption out-of-the-money is, het recht om de onderliggende renteswap te kopen niet uitgeoefend. Het verlies op de swaption is in dat geval beperkt tot de vooraf betaalde premie.³⁷³ De gedachte hierachter is dat de onderneming de optieverplichting op het moment van aangaan waardeert op het bedrag van de betaalde premie. Op dat moment is de kostprijs van de renteoptie gelijk aan de betaalde premie. Indien de renteoptie niet wordt uitgeoefend, wordt slechts de kostprijs van de renteoptie als verlies genomen.³⁷⁴ In hoofdstuk 5.4.3 werd aangegeven dat dit verlies op het rentederivaat volgens de hedge-jurisprudentie niet in één keer ten laste van het resultaat kan worden gebracht.

³⁷³ Mike Velthaak & Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, 'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controllers', tweede druk, 2014, H3.3.4.

³⁷⁴ HR 16-11-2007, ECLI:NL:PHR:2007:AZ7371, m.nt. R.P.C. Cornelisse (optiehedge-arrest), BNB 2008/26, p. 3.1.

Het belang van de voorgaande alinea is dat moet worden ingezien dat een renteoptie, bij het aangaan van de verplichting, wordt gewaardeerd op de betaalde premie. Nu dit duidelijk is, kan worden ingegaan op de toerekening van deze premiekosten aan de verschillende jaren volgens goed koopmansgebruik. Bij de toerekening van kosten zijn met name het veroorzakingsbeginsel en het matchingsbeginsel van toepassing. Het veroorzakingsbeginsel, ook wel het realisatiebeginsel genoemd, stelt dat baten en lasten moeten worden toegerekend aan het fiscale resultaat van het jaar waarin ze worden gerealiseerd.³⁷⁵ Deze realisatie van de baten vindt volgens de Hoge Raad plaats op het moment dat de dienst is verricht of de goederen zijn geleverd en de koopprijs is ontvangen of een vordering is opgenomen.³⁷⁶ Volgens het matchingsbeginsel moeten lasten worden toegerekend aan het jaar waarin de bijbehorende baten in aanmerking worden genomen.

Dit wekt de vraag op hoe met de betaalde premiekosten moet worden omgegaan, op het moment dat de renteoptie een positieve marktwaarde aanneemt. Indien volgens matchingsbeginsel de kosten moeten worden toegerekend aan het jaar waarin de bate in aanmerking worden genomen, levert dit strijdigheid op met de hedge-jurisprudentie. De verplichte samenhangende waardering brengt namelijk mee dat de bate van de renteoptie wegvalt tegenover het verlies op de onderliggende lening. Dit zou betekenen dat de kosten volgens het matchingsbeginsel gedurende de levensduur niet ten laste van de winst kunnen worden gebracht.

In paragraaf 4.5.1 werd ingegaan op de te betalen premie bij een swaption. Hierin werd aangegeven dat twee varianten bestaan, namelijk de up-front premium en de spread premium. Bij een up-front premium, voldoet de onderneming bij het aangaan van de renteoptie in één keer de volledige premiebetaling aan de bank. Indien sprake is van een spread premium, wordt de premie geamortiseerd over de looptijd van de renteoptie. Zodoende betaalt de onderneming bij een spread premium een gedeeltelijke premie per periode. Zo werd de premie bij de rentecap, volgens de commerciële winstbepalingsregels, geamortiseerd over het aantal caplets. In een simpele fiscale wereld zou kunnen worden gesteld dat de lijn van de werkelijke rentebetalingen wordt gevolgd en dat goed koopmansgebruik toestaat dat de premiekosten, bij een up-front premium, bij het aangaan

³⁷⁵ P. Visser en R.E.F.M. van der Vloet, 'Introductie van een piekvereiste voor het vormen van een fiscale voorziening groot onderhoud?', WFR 2020/159, p. 3.

³⁷⁶ HR 17-06-1959, nr. 13 902, ECLI:NL:HR:1959:AY0900, BNB 1959/304.

ten laste van de fiscale winst kunnen worden gebracht en, bij een spread-premium, gedurende de looptijd van de renteoptie. Echter, is de fiscale wereld niet simpel. De vraag is dan ook hoe volgens goed koopmansgebruik wel moet worden omgegaan met deze premiekosten.

In de jurisprudentie is met betrekking tot opties en de bijbehorende premie genoeg gesproken. Het Hof 's-Gravenhage ging in het arrest van 3 december 2002 in op de vraag of de premie van een interest rate cap in het onderhavige jaar niet in aftrek kon worden gebracht, omdat de premie betrekking heeft op een ander tijdvak. In de conclusie gaf het Hof het volgende aan *'De vraag of de door belanghebbende voor de GAP betaalde premie in het komende jaar in één keer of verdeeld over toekomstige jaren in aftrek gebracht dient te worden, behoeft thans nog geen behandeling'*.³⁷⁷ Deze vage beschrijving van het Hof geeft aan dat tot 2002 nog geen duidelijk lijn werd gehanteerd met betrekking tot de toerekening van de premiekosten van renteopties volgens goed koopmansgebruik. Wel kan worden gesteld dat twee mogelijke uitkomsten bestaan met betrekking tot de premiekosten. Ten eerste, kan worden beargumenteerd dat de premiekosten bij het aangaan van de renteoptie in één keer ten laste van de winst kunnen worden gebracht en ten tweede dat de premiekosten moeten worden geactiveerd en gedurende de looptijd van de renteoptie ten laste van het resultaat kunnen worden gebracht.

Ingaand op de eerste stelling, wordt toegekomen aan het meest bekende arrest dat ingaat op de fiscale behandeling van opties, namelijk het Falcons-arrest.³⁷⁸ Zoals aangegeven in paragraaf 5.4.3.1.1, werd in dit arrest ingegaan op de vraag of een voordeel uit een optie een voordeel uit een deelneming is en zodoende onder de deelnemingsvrijstelling van artikel 13 lid 1 wet VPB valt of als zelfstandig vermogensrecht kan worden beschouwd. In het arrest heeft de Hoge Raad aangegeven dat moet worden uitgegaan van een onzelfstandige behandeling van opties.³⁷⁹ Net als bij de hedge-jurisprudentie, moeten de optieverplichting en de onderliggende waarde als één geheel worden beschouwd.³⁸⁰ Aan de hand van dit arrest is de Gunst van mening dat de optiehouder de premie altijd kwijt is. Het realisatiebeginsel brengt in dat geval dan ook mee dat de premie, bij het aangaan van de optieverplichting, in één keer ten laste van de winst mag worden gebracht.³⁸¹

³⁷⁷ Hof 's-Gravenhage 3 december 2002, nr. 02/0441, V-N 2003/5.2.2.

³⁷⁸ HR 22-11-2002, nr. 36 272, ECLI:NL:HR:2002:AD8488, BNB 2003/34 (Falcons-arrest).

³⁷⁹ Mr. H. de Gunst, 'Belastingheffing ter zake van opties', WFR 2005/202, H1.

³⁸⁰ Mr. H. de Gunst, 'Belastingheffing ter zake van opties', WFR 2005/202, H2.2.

³⁸¹ Mr. H. de Gunst, 'Belastingheffing ter zake van opties', WFR 2005/202, H3.

Het is niet ondenkbaar dat de lijn van de Gunst kan worden toegepast op de premie bij renteopties. Naar aanleiding van de hedge-jurisprudentie blijkt dat een renteoptie in samenhang met de onderliggende lening moet worden gewaardeerd. Net als de optieverplichtingen uit het Falcons-arrest, worden de renteoptie en de onderliggende lening als één geheel beschouwd. Zoals de Gunst aangaf, is de onderneming de voor de renteoptie betaalde premie bij het aangaan toch al kwijt en de onderneming kan de betaalde premiekosten zodoende volgens het realisatiebeginsel in één keer ten laste van de winst brengen. De redenatie dat de kosten volgens het matchingsbeginsel aan het jaar moeten worden toegerekend waarin de baten in aanmerking worden genomen vervalt hiermee eveneens. De verplichte samenhangende waardering van de renteoptie en de onderliggende lening brengt immers mee dat helemaal geen baten worden gerealiseerd gedurende de looptijd van het rentederivaat. In dat geval is het evident dat de kosten bij het aangaan van de renteoptie in één keer ten laste van de winst kunnen worden gebracht.

De gedachtegang uit de voorgaande alinea lijkt logisch met betrekking tot een up-front premium. Echter, kan betwijfeld worden of deze gedachtegang eveneens kan worden toegepast op een spread-premium. Hierbij wordt de premie immers niet bij het aangaan van de renteoptie in één keer betaald, maar gedurende de looptijd van de renteoptie. In een dergelijk geval is het mijns inziens in strijd met goed koopmansgebruik om de premiekosten bij het aangaan van de renteoptie ten laste van de winst te brengen. Op het moment dat de onderneming de premiekosten daadwerkelijk betaalt, verdwijnt het vermogen pas uit de onderneming. Indien de gedachtegang van de Gunst wordt toegepast op de spread-premium, zou dit betekenen dat de premiekosten volgens het realisatiebeginsel in aanmerking moeten worden genomen op het moment dat deze daadwerkelijk worden betaald.

De tweede gedachtegang, ten aanzien van de toerekening van de door de onderneming betaalde premie voor een renteoptie, is dat de premiekosten moeten worden geactiveerd en, gedurende de looptijd van de renteoptie, ten laste van het resultaat kunnen worden gebracht. Uit de jurisprudentie blijkt dat de baten en lasten zoveel mogelijk moeten worden toegerekend aan het jaar waarop zij betrekking hebben. Hier wordt ook wel gerefereerd naar het realisatiebeginsel.³⁸² Aangezien de premiekosten op de gehele

³⁸² HR 08-04-1953, nr. 11 257, ECLI:NL:HR:1953:AY3230, BNB 1953/146.

levensduur van de renteoptie zien, lijkt deze methode van kostentoerekening van de premie dan ook logischer.

Een belangrijk arrest, dat aan de grondslag van het realisatiebeginsel ligt, is BNB 1992/416.³⁸³ In het arrest bracht de onderneming het verschil tussen de aankoopprijs en de nominale waarde van de overgenomen leningen en gekochte obligaties ten laste van de winst, terwijl geen reële kans bestond dat de producten vroegtijdig zouden worden verkocht. De Hoge Raad oordeelde dat in een dergelijk geval in strijd wordt gehandeld met goed koopmansgebruik, omdat de onderneming de leningen en obligaties wenst aan te houden tot aan de aflossing.³⁸⁴

Met betrekking tot de realisatie van het verlies gaf de Hoge Raad het volgende aan: *'Indien een lening of een obligatie wordt verworven tegen een prijs die hoger is dan het nominale bedrag, berust het verschil in de regel op de omstandigheid dat de lening of de obligatie een hogere rente draagt dan de ten tijde van de verwerving geldende marktrente. Dit betekent dat het verschil niet een - toekomstig - verlies inhoudt, doch een vergoeding vormt voor hetgeen in latere jaren in de vorm van rente zal worden terugontvangen.'*³⁸⁵ Hieruit kan worden opgemaakt dat het verlies, dat de onderneming in het onderhavige jaar ten laste van de winst heeft gebracht, feitelijk niet in dat jaar wordt geleden, maar op de toekomstige jaren ziet. Op het moment dat de onderneming voor ogen heeft om de lening of obligatie tot de aflossing ervan aan te houden, moet de onderneming voor het actief een transitoire post opnemen in de balans, waarna het verlies aan de resterende looptijd van de lening of obligatie kan worden toegerekend.³⁸⁶ Tevens, geeft Aardema in zijn noot aan dat een afzonderlijke behandeling van beide producten iets totaal onoverzichtelijks geeft en dat zich nog allerlei aanleidingen tot nadere waardering van de leningen en obligaties in het arrest kunnen voordoen.³⁸⁷

De lijn uit BNB 1992/416 is mijns inziens een stuk logischer met betrekking tot de door de onderneming betaald premiekosten van een renteoptie. De premiekosten van een renteoptie zien op de gehele looptijd van de renteoptie. In een dergelijk geval zou het raar zijn om de premiekosten in één keer ten laste van de winst te kunnen brengen. Zoals Aardema

³⁸³ HR 13-11-1991, nr. 27 563, ECLI:NL:HR:1991:ZC4783, FED 1992/416.

³⁸⁴ HR 13-11-1991, nr. 27 563, ECLI:NL:HR:1991:ZC4783, FED 1992/416, p. 3.1/ 3.2

³⁸⁵ HR 13-11-1991, nr. 27 563, ECLI:NL:HR:1991:ZC4783, FED 1992/416, p. 3.3

³⁸⁶ HR 13-11-1991, nr. 27 563, ECLI:NL:HR:1991:ZC4783, FED 1992/416, p. 3.4

³⁸⁷ HR 13-11-1991, nr. 27 563, ECLI:NL:HR:1991:ZC4783, FED 1992/416, noot E. Aardema, p. 1.

aangaf, kunnen zich gedurende de looptijd van een financieel product nog allerlei aanleidingen voordoen die leiden tot een nadere waardering. Tevens, kan naar aanleiding van de hedge-jurisprudentie worden geconcludeerd dat een afzonderlijke waardering niet eens mogelijk is bij een renterisico-afdekkend derivaat. De conclusie van de Gunst is in die zin dan ook apart. Uit het Falcons-arrest volgde dat de renteoptie en de onderliggende lening als één geheel worden beschouwd. Dit betekent mijns inziens dat de premie van de renteoptie op beide producten ziet. Indien de premiekosten in één keer ten laste van het resultaat kunnen worden gebracht, wordt eerder uitgegaan van een zelfstandige behandeling van de renteoptie.

Kortom, kan gesteld worden dat goed koopmansgebruik verplicht tot activering van de door de onderneming betaalde premiekosten van een renteoptie. Het is vervolgens in lijn met het realisatiebeginsel om de premiekosten middels afschrijving, gedurende de looptijd van de renteoptie, ten laste van de winst te brengen. Volledigheidshalve, is het goed om op te merken dat deze methode voor zowel een up-front premium, als een spread premium geldt. Opvallend is dat deze conclusie in de lijn is met de door de onderneming betaalde vergoeding voor het op een later moment afsluiten van een IRS, zoals beschreven in paragraaf 5.4.2. Hier werd door Asma gesteld dat de betaalde vergoeding voor de IRS, net als de betaalde premie van een renteoptie, moet worden geactiveerd en via amortisatie, gedurende de looptijd van de IRS, ten laste van de winst kan worden gebracht.

5.4.3.3.2 De premie als bate voor de onderneming

In de vorige paragraaf werd ingegaan op de door de onderneming betaalde premie voor een renteoptie. Daarentegen kan de onderneming eveneens, in ruil voor de in paragraaf 4.5.2 besproken rentefloor, een premie ontvangen voor een renteoptie. De vraag die op dat moment opspeelt is hoe goed koopmansgebruik omgaat met deze premiebaten. Net als bij de in paragraaf 5.4.3.3.1 behandelde betaalde premie, zijn met betrekking tot de door de onderneming ontvangen premie twee mogelijkheden. Enerzijds, kan worden bedacht dat de ontvangen premie in één keer tot de winst moet worden gerekend. Anderzijds, kan worden gesteld dat de ontvangen premie in de toekomstige jaren tot de winst moet worden gerekend.

Ter verdediging van de eerste stelling, dwingt goed koopmansgebruik volgens de Gunst, naar aanleiding van het Falcon-arrest, tot onmiddellijke winstneming van de ontvangen premie. Aangezien de onderneming de ontvangen premie nooit meer hoeft terug te geven, moet de premiebate volgens het realisatiebeginsel op het moment van aangaan van de

optieverplichting in één keer tot de winst worden gerekend. Volgens hem bestaan onvoldoende argumenten om de winst uit te stellen volgens het voorzichtigheidsbeginsel. Volledigheidshalve, is het goed om op te merken dat dit geldt in zowel de situatie dat de optieverplichting in-the-money is als wanneer de optieverplichting out-of-the-money is.³⁸⁸

Deze lijn van de Gunst wordt eveneens gevolgd door Kroon, Nielke en Tangelder. Zij benoemen dat het voorzichtigheidsbeginsel bij ongedekte opties wel winstuitstel toelaat. Echter, vormt de optiepremie voor gedekte opties wellicht een vergoeding voor een in de toekomst misgelopen vermogenswinst. Zodoende moet de optiepremie in één keer tot de winst worden gerekend.³⁸⁹ Het feit dat winstuitstel volgens hen mogelijk is bij ongedekte opties is niet van belang in deze scriptie, omdat het in dat geval gaat om speculatieve derivaten. Daarnaast, volgt Bruins Slot eveneens de lijn van de direct winstneming. Hij geeft aan dat de premie niet eerder tot heffing leidt dan bij expiratie of eerdere realisatie van de optie. Zodoende moet de optiepremie in één keer bij de winst worden gerekend.³⁹⁰

Echter, kan eveneens worden gesteld dat de door de onderneming ontvangen premie in de toekomstige jaren tot de winst moet worden gerekend. Deze lijn werd eveneens gevolgd in het optiehedge-arrest. Hierin werd aangegeven dat, indien de aandelen en opties in onderlinge samenhang moeten worden gezien, de ontvangen premie niet reeds bij de ontvangst daarvan tot de winst behoeft te worden gerekend.³⁹¹ Volgens Kroon c.s. is het tevens in strijd met het voorzichtigheidsbeginsel om de ontvangen premie in één keer tot de winst te rekenen, voor zover de ontvangen optiepremie het maximumverlies dat de ondernemer op het onderliggende vermogensbestanddeel kan maken overschrijdt. Zij geven aan dat uit de vaste jurisprudentie blijkt dat de opbrengst van een levering of dienst pas tot het resultaat mag worden gerekend op het moment dat de levering of dienst is uitgevoerd. Deze uitvoer is pas voltooid bij de expiratie van de optie. Daarnaast geven zij terecht aan dat het uiteindelijke resultaat afhankelijk is van toekomstige onzekere factoren.³⁹² Verhagen volgt eveneens deze lijn. Volgens haar ziet de ontvangen optiepremie namelijk op een toekomstige

³⁸⁸ Mr. H. de Gunst, 'Belastingheffing ter zake van opties', WFR 2005/202, H3.

³⁸⁹ P.G. Kroon, S.F.M. Nielke en J.W. Tangelder, 'Wisselkoersveranderingen en fiscus (FED Fiscale Brochures)', 01-01-2000, blz. 110 e.v.

³⁹⁰ Mr. C.B. Bavinck, 'De optie als zelfstandige zaak', WFR 1992/1177.

³⁹¹ HR 16-11-2007, nr. 42 970, ECLI:NL:PHR:2007:AZ7371, BNB 2008/26 (Optiehedge-arrest); dit blijkt uit het beroepschrift in cassatie van belanghebbende.

³⁹² Conclusie A-G Wattel, 13 december 2006, nr. 42970: Geen verliesneming op volledig gedekte geschreven call opties, V-N 2007/11.7, p. 6.2.

prestatie. Zij geeft aan dat de vergoeding pas op de expiratedatum van het optiecontract tot de winst hoeft te worden gerekend.³⁹³

Mijns inziens verplicht goed koopmansgebruik niet om de door de onderneming ontvangen premie voor de renteoptie in één keer tot de winst te rekenen. Het lijkt duidelijk dat volgens goed koopmansgebruik opbrengsten, van een door de onderneming verrichte levering of dienst, uiterlijk tot uitdrukking moeten worden gebracht op het tijdstip waarop de levering of de dienst ten uitvoer is gebracht. Zoals, Kroon c.s. terecht aangaven, is deze uitvoer pas voltooid bij de expiratie van de renteoptie.

Daarnaast, moeten volgens het realisatiebeginsel de baten en lasten zoveel mogelijk worden toegerekend aan het jaar waarop zij betrekking hebben. De ontvangen optiepremie, zoals bij een rentecap with knock-in floor, is een vergoeding die de bank aan de onderneming betaalt in ruil voor de knock-in floor. Met deze knock-in floor is de bank verzekerd van minimale toekomstige rente-inkomsten. In lijn met wat Kroon c.s. aangaven, zijn de toekomstige rentekosten voor de onderneming dan ook onzeker. Op het moment dat de onderneming de ontvangen rentepremie in één keer tot de winst zou rekenen, wordt mijns inziens in strijd met het realisatiebeginsel gehandeld. De door de onderneming ontvangen premie voor een renteoptie is namelijk een vergoeding voor de mogelijk hogere toekomstige rentekosten. Net zoals bij de door de onderneming betaalde optiepremie in paragraaf 5.4.3.3.1, ziet de door de onderneming ontvangen optiepremie op een toekomstige prestatie.

Tevens, kan eveneens worden bepleit dat de onderneming bij directe winstneming van de optiepremie in strijd handelt met het voorzichtigheidsbeginsel. Op het moment dat de onderneming de ontvangen optiepremie, die eigenlijk wordt ontvangen ter compensatie van de mogelijk hogere toekomstige rentekosten, in één keer bij de aanvang van de renteoptie tot het resultaat rekent, zou de onderneming zich namelijk rijker rekenen dan zij in werkelijkheid is. Goed koopmansgebruik staat dan ook niet toe om de premiebatens bij aanvang van de renteoptie in één keer tot het resultaat te rekenen, maar biedt juist ruimte voor winstuitstel.

5.5 Conclusie

In dit hoofdstuk werd de fiscale jaarwinstbehandeling van renterisico-afdekkende derivaten besproken. De fiscale jaarwinst wordt bepaald aan de hand van goed koopmansgebruik. De

³⁹³ Conclusie A-G Wattel, 13 december 2006, nr. 42970: Geen verliesneming op volledig gedekte geschreven call opties, V-N 2007/11.7, p. 6.3.

grondslag hiervan ligt in drie hoofdbeginselen, namelijk het realiteitsbeginsel, het voorzichtigheidsbeginsel en het eenvoudsbeginsel. Hierbij kan van belang zijn of rentederivaten als zelfstandig financieel product worden beschouwd of in samenhang met de onderliggende lening moeten worden gewaardeerd. Indien het resultaat van rentederivaten voor de fiscale winstbepaling zelfstandig mag worden bepaald, kan de negatieve marktwaarde van een rentederivaat namelijk direct ten laste van het resultaat worden gebracht.

Voor de problematiek omtrent de samenhangende waardering wordt binnen de commerciële winstbepaling uitgegaan van de hedge-accountingregels. Bruins Slot gaf aan dat bij de beoordeling of voor de fiscale winstbepaling in samenhang moet worden gewaardeerd, steeds vaker moet worden uitgegaan van deze commerciële hedge-accountingregels. De onderneming heeft bij het opstellen van de commerciële jaarrekening het recht om hedge-accounting toe te passen, indien wordt beoogd een financieel risico af te dekken. Volgens de hedge-accountingregels mag slechts het renterisico-afdekkende gedeelte van het rentederivaat in de hedge-relatie worden meegenomen. Bij renteopties moet dan ook sprake zijn van een per saldo optie, waarbij de waarde en de premie van de rentefloor niet hoger mogen zijn dan die van de rentecap.

Het verschil tussen de fiscale en commerciële winstbepalingsregels kan ertoe leiden dat de commerciële winst achterloopt op de fiscale winst. Daarnaast, kan fiscaal worden verplicht tot samenhangende waardering, terwijl het commercieel een keuze van de onderneming is. Wanneer de onderneming ervoor kiest geen hedge-accounting toe te passen, maar fiscaal wel wordt gedwongen tot samenhangende waardering, kan dit als gevolg hebben dat binnen de commerciële jaarrekening een verlies tot uitdrukking komt dat bedrijfseconomische niet wordt geleden.

Binnen de fiscale winstbepaling ligt de oorsprong van de samenhangende waardering in de hedge-jurisprudentie. Hierbij wordt ingegaan op de vraag of fair-value hedges, waarbij de onderneming zich indekt tegen een ongewenste waardeontwikkeling van een activum of passivum, in samenhang moeten worden gewaardeerd met het onderliggende product of dat het hedge-instrument zelfstandig mag worden verantwoord. Volgens het valutahedge-arrest mag geen onafhankelijke waardering plaatsvinden, wanneer een vordering en een schuld in dezelfde valuta tegenover elkaar staan. Uit het optiehedge-arrest volgt dat het niet in lijn is met het realiteitsbeginsel om een optieverplichting niet in samenhang met de onderliggende beursaandelen te waarderen. In het cacao-bonen-arrest gaf de Hoge Raad aan dat goed

koopmansgebruik verplicht in samenhang te waarderen, voor zover sprake is van samenhang tussen de voorinkopen en voorverkopen *en* het prijsrisico in hoge mate beperkt is. Dit laatste is het geval, wanneer de waardeontwikkeling van de producten correleert binnen een bandbreedte van 80% tot 125%. Daarnaast moet de intentie van de onderneming zijn om een risico af te dekken. Op het moment dat aan die voorwaarden wordt voldaan is sprake van een zeer effectieve hedge. Als aanvulling op het cacaobonen-arrest gaf de Hoge Raad in het marketmaker-arrest aan dat in samenhang moet worden gewaardeerd, wanneer het onderliggende product en het afdekkende instrument tot 'hetzelfde mandje' behoren.

Hierop volgde de cashflow hedge-arresten. Bij een cashflow hedge, zoals een rentederivaat en de onderliggende lening, dekt de onderneming zich in tegen een ongewenste waardeontwikkeling van toekomstige geldstromen. In BNB 2003/253 oordeelde de Hoge Raad dat een RC-vordering, die het valutarisico bij de aankoop van een deelneming afdekt, niet in samenhang hoeft te worden gewaardeerd, omdat sprake is van twee afzonderlijke producten. In het arrest van 8 maart 2018 oordeelde het Hof dat in strijd met goed koopmansgebruik werd gehandeld, indien de rentelasten middels een voorziening in het onderhavige jaar ten laste van de winst brengen, terwijl deze rentelasten op latere jaren zien. In het arrest van 20 februari 2018, ook wel het IRS-arrest genoemd, oordeelde het Hof dat goed koopmansgebruik zich verzet tegen een afzonderlijke waardering van de afgedekte positie. Dit brengt mee dat het verlies op een IRS niet zelfstandig kan worden genomen. Op deze uitspraak van het Hof volgde de conclusie van de Hoge Raad van 8 november 2019.

De vraag, of met een variabelrentende lening daadwerkelijk een latente winst wordt gecreëerd en zodoende de hedge-jurisprudentie kan worden toegepast, wordt door de Hoge Raad in de conclusie van 8 november 2019 bevestigend beantwoord. Dit brengt mee dat het verlies op IRS niet in aanmerking mag worden genomen en dat het resultaat van de IRS en de onderliggende lening in samenhang moet worden bepaald. De waardebepaling geschiedt, met verwijzing naar BNB 2004/163, zoals bij een vastrentende lening. Kortweg, wordt geconcludeerd dat de hedge-jurisprudentie kan worden toegepast op cashflow hedges.

Volgens Bruins Slot gaat de fiscale winstbepaling steeds meer de lijn van de commerciële winstbepaling volgen met betrekking tot de samenhangende waardering. Dit volgt onder andere uit de conclusie van de Hoge Raad op 8 november 2019, waarbij voor de fiscale winstbepaling dezelfde lijn als bij fair-value hedge-accounting wordt gevolgd. Met deze conclusie wordt bij cashflow hedge-accounting eveneens voorkomen dat een verschil ontstaat

tussen de commerciële en fiscale winst, omdat fiscaal in samenhang moet worden gewaardeerd bij een effectieve hedge. Ook het feit dat kostprijs hedge-accounting slechts mag worden toegepast, voor zover met het rentederivaat het renterisico van het onderliggende product wordt afgedekt, wordt met de conclusie overgenomen. Het verschil blijft dat hedge-accounting binnen de commerciële jaarrekening een keuze is en fiscaal in sommige gevallen wordt verplicht. Daarnaast kan fiscaal niet de scheiding, zoals in de commerciële jaarrekening, tussen de renterisico-afdekkende en speculatieve functie worden gemaakt.

Nu duidelijk is dat de hedge-jurisprudentie kan worden toegepast op cashflow hedges, werd de hedge-jurisprudentie toegepast op de drie renterisico-afdekkende derivaten. Voor een IRS geldt dat de kostprijs bij het aangaan van het rentederivaat nihil bedraagt. Aangezien uit de conclusie van de Hoge Raad op 8 november 2019 blijkt dat een IRS in samenhang met de onderliggende lening moet worden gewaardeerd, kan de negatieve marktwaarde van de IRS niet direct ten laste van het resultaat worden gebracht. Uit de hedge-jurisprudentie volgt dat de positieve marktwaarde van een IRS eveneens niet tot het resultaat hoeft te worden gerekend. Op het moment dat de onderneming op een later moment dan bij het aangaan van de onderliggende lening een IRS-contract afsluit, moet een vergoeding worden betaald. Deze vergoeding moet worden geactiveerd en kan gedurende de resterende looptijd ten laste van het resultaat worden gebracht.

Bij een tussentijdse beëindiging van een IRS moet een afkoopsom worden betaald. Met verwijzing naar BNB 2004/163, blijkt uit de conclusie van de Hoge Raad van 8 november 2019, dat de IRS op dezelfde manier moet worden behandeld als een vastrentende lening. Indien een vastrentende lening wordt afgelost, komt het voordeel ten laste van het resultaat. Bij de afkoop van een IRS, staat tegenover het verlies geen ongerealiseerde winst. Zodoende kan, op grond van het realiteitsbeginsel, de afkoopsom van de IRS ten laste van het resultaat worden gebracht. Bij een vroegtijdige beëindiging verdampt het verlies namelijk niet in de resterende looptijd, waardoor wel realisatie van het verlies plaatsvindt. Bij directe winstneming ontstaat wel een grote kans op verliesverdamping voor de onderneming.

De twee besproken renteopties, namelijk de swaption en de rentecap with knock-in floor, verschillen ten opzichte van een IRS in het feit dat bij het aangaan van de renteoptie door de onderneming een premie wordt betaald en dat de waarde wordt bepaald door de intrinsieke waarde en de verwachtingswaarde. Het verlies op een swaption en een rentecap

is beperkt tot de betaalde premie, omdat een out-of-the-money swaption of rentecap niet wordt uitgeoefend is.

De onderneming kan een in-the-money swaption unwinden of, middels een physical settlement, uitoefenen. Bij het uitoefenen wordt de swaption omgezet in een IRS. Ter beoordeling van het realisatiemoment van de positieve marktwaarde bij deze uitoefening, moet eerst worden gekeken of een renteoptie als zelfstandige zaak kwalificeert. Het resultaat wordt dan namelijk uiterlijk op de einddatum van het contract genomen, terwijl het resultaat van de renteoptie bij een niet-zelfstandige behandeling de route volgt van het later te realiseren resultaat van het onderliggende product. Uit het Falcon-arrest volgt dat een optie niet als zelfstandige zaak kan worden gezien en dat call -en putopties gezamenlijk met de onderliggende asset moeten worden behandeld. De positieve marktwaarde van de swaption hoeft bij uitoefening niet tot de winst te worden gerekend, maar wordt als het ware doorgegeven aan de IRS, waarbij wordt verplicht tot samenhangende waardering.

Bij het unwinden van een swaption wordt de renteoptie op de markt beschikbaar gesteld. Op het moment van unwinden van een in-the-money swaption kan worden gesteld dat een winst wordt gerealiseerd, omdat de swaption aan een andere partij wordt overgedragen. Echter, ontstaat de positieve marktwaarde van een swaption, doordat de referentierente in de toekomstige jaren hoger is dan de vaste te betalen rente. Uit het Falcon-arrest volgt dat een optie niet als zelfstandige zaak kan worden beschouwd. De winst wordt zodoende niet gerealiseerd op het moment dat de swaption wordt unwind, maar moet worden toegerekend aan de resterende looptijd van de onderliggende lening.

Bij een rentecap with knock-in floor wordt bij een zero-cost strategy de premie van de rentecap gecompenseerd met de premie van de knock-in floor. De rentecap with knock-in floor kan een intrinsieke waarde aannemen middels de rentecap en de knock-in floor. De positieve marktwaarde van de rentecap with knock-in floor ontstaat doordat de onderneming middels de rentecap effectief een lagere rente betaalt. Deze positieve marktwaarde moet eveneens worden toegerekend aan de onderliggende lening en hoeft niet direct bij het resultaat te worden gerekend. Daarnaast kan het rentederivaat middels de knock-in floor in één keer een zeer negatieve marktwaarde aannemen. Dit brengt mee dat de waardeontwikkeling van de te betalen variabele rente van de geldlening en de toekomstige te ontvangen IRS-betalingen niet correleert binnen een bandbreedte van 80 tot 125 procent. In het marketmaker-arrest werd echter het toepassingsbereik van de zeer effectieve hedge

uitgebreid. Indien de premie van de knock-in floor wordt aangewend om de premie van de rentecap te compenseren, behoren de onderliggende lening en het afdekkende instrument tot 'hetzelfde mandje' en verplicht goed koopmansgebruik tot samenhangende waardering.

Een renteoptie wordt bij het aangaan van de verplichting gewaardeerd op de door de onderneming betaalde premie. In BNB 1992/416 werden richtlijnen gegeven voor de toerekening van resultaten die eigenlijk op een later jaar betrekking hebben. De Hoge Raad oordeelde dat de onderneming voor het actief een transitoire post moet opnemen in de balans. Deze lijn moet eveneens worden gevolgd voor de betaalde premie voor renteopties. De onderneming moet de premiekosten activeren en vervolgens middels afschrijving, gedurende de resterende looptijd van de renteoptie, ten laste van de winst brengen. Deze premiekosten mogen dan ook niet in één keer ten laste van de winst worden gebracht.

Daarnaast, ontvangt de onderneming, in ruil voor een knock-in floor, een premie van de bank. Goed koopmansgebruik staat niet toe om de ontvangen premie bij aanvang van de renteoptie in één keer tot het resultaat te rekenen, maar biedt juist ruimte voor winstuitstel. De opbrengst van een levering of dienst hoeft namelijk pas tot het resultaat te worden gerekend op het moment dat de levering of dienst is uitgevoerd. Bij directe winstneming wordt in strijd gehandeld met het realisatiebeginsel, omdat de ontvangen premie een vergoeding vormt voor de mogelijk hogere toekomstige rentekosten van de onderneming. In lijn met deze gedachte, zou de onderneming zich bij direct winstneming rijker rekenen dan zij in werkelijkheid is. Dit gaat in tegen het voorzichtigheidsbeginsel.

Hoofdstuk 6 Conclusie

De waardering van derivaten is een fiscaaltechnisch ingewikkelde aangelegenheid. Dit wordt vooral duidelijk op het moment dat we kijken naar het aantal schandalen binnen de woningcorporatiesector in de afgelopen jaren, waarbij derivaten betrokken waren. Woningcorporaties sluiten vooral rentederivaten af om het renterisico van de onderliggende lening af te dekken. Echter, kunnen deze rentederivaten eveneens worden gebruikt om te speculeren op een fluctuatie van marktrente. Uit de Vestia-affaire werd duidelijk dat het volledig fout gaat, indien een treasurer zomaar renterisico-afdekkende en speculatieve derivaten kan afsluiten waar hij totaal geen verstand van heeft. Aan deze rentederivaten zitten enorme risico's verbonden, met name ten aanzien van de liquiditeit van de onderneming. Het is dan ook belangrijk dat deze financiële producten niet in handen komen van een treasurer die derivaten afsluit bij een bank 'als een kind in een snoepwinkel'.

Vooropgesteld kan worden dat de werking van rentederivaten lastig is te begrijpen. Daarnaast heeft de dalende rente in de afgelopen jaren ervoor gezorgd dat een nieuw vraagstuk ontstond met betrekking tot de waardering, namelijk hoe fiscaal moet worden omgegaan met de negatieve marktwaarde van deze derivaten. Op het moment dat een rentederivaat namelijk binnen de fiscale winstbepaling als zelfstandig financieel product kan worden beschouwd, kan de negatieve marktwaarde in één keer ten laste van het resultaat worden gebracht. In de aanleiding van deze scriptie werd gesteld dat de hedge-jurisprudentie enigszins inzicht heeft gegeven in de waardering van rentederivaten. Deze hedge-jurisprudentie geeft richtlijnen met betrekking tot de mogelijk verplichte samenhangende waardering van een fair-value hedge en de onderliggende lening. Echter, was het tot zeer recent nog onduidelijk of deze hedge-jurisprudentie eveneens kan worden toegepast op cashflow hedges, zoals de drie soorten rentederivaten die in deze scriptie werden behandeld. In deze scriptie werden de Vestia-affaire, woningcorporaties, drie soorten renterisico-afdekkende derivaten, de hedge-jurisprudentie en de toepassing hiervan op cashflow hedges onder de loep genomen, om antwoord te geven op de volgende onderzoeksvraag:

'Hoe moet binnen de fiscale jaarwinstbepaling met de negatieve marktwaarde van een interest rate cap, swaption en rentecap with knock-in floor binnen de corporatiesector worden omgegaan, op het moment dat deze derivaten dienen ter dekking van een renterisico en hoe hangt deze fiscale behandeling samen met de dalende rente?'

Alvorens in te gaan op de beantwoording van de bovenstaande probleemstelling, wordt eerst een samenvatting gegeven van het in deze scriptie verrichte onderzoek.

In hoofdstuk twee werd gekeken naar de Vestia-affaire. De ondergang van Vestia was met name te wijten aan een megalomane baas, een onwetende treasurer, een falend toezicht vanuit de instantie en een dalende markttrente. Indien een onderneming de rente door middel van een rentederivaat op een bepaald niveau vastgezet, zal een daling van de markttrente namelijk leiden tot een negatieve marktwaarde van het rentederivaat. De onderneming betaalt dan namelijk meer rente dan de marktconforme rente.

Vervolgens werd in hoofdstuk drie de fiscale behandeling van woningcorporaties binnen de wet VPB besproken en werd gekeken wat de normale bedrijfsvoering van een woningcorporatie precies inhoudt. De normale bedrijfsvoering houdt veelal in dat slechts werkzaamheden mogen worden verricht die in het belang van de volkshuisvesting zijn. Hieronder vallen eveneens financieringen die worden aangewend ten behoeve van projecten voor de volkshuisvesting, zoals derivaten die het renterisico van een variabelrentende lening afdekken. Bij financiële instrumenten die dit belang niet behartigen, zoals speculatieve derivaten, wordt een onnodig risico gelopen. Deze vallen zodoende buiten de normale bedrijfsvoering van een woningcorporatie. Het valt na de Vestia-affaire te betwijfelen of het tegenwoordig nog mogelijk is voor woningcorporaties om rentederivaten aan te houden die buiten de normale bedrijfsvoering vallen. Dit is tevens de reden waarom in de rest van de scriptie slechts op renterisico-afdekkende derivaten werd ingegaan.

Het vierde hoofdstuk stond in het teken van drie renterisico-afdekkende derivaten. Met een IRS kan de onderneming de variabele rente van de onderliggende lening omzetten in een vaste rente. Een swaption is een renteoptie die de onderneming, tegen betaling van een premie, het recht geeft om een renteswap, tegen een vooraf vastgestelde vaste rente en op een bepaald moment in de toekomst, af te sluiten. De rentecap with knock-in floor bestaat uit een rentecap en een rentefloor met een knock-in functie. Bij een rentecap is de onderneming, tegen vergoeding van een premie, als het ware verzekerd van een maximum aan de te betalen rente op de onderliggende lening. Een rentefloor verzekert de bank van een ondergrens van de door de onderneming te betalen rente over de onderliggende lening. Voor de swaption en de rentecap betaalt de onderneming een premie aan de bank en voor de knock-in floor ontvangt de onderneming een premie.

De marktwaarde van renteopties bestaat uit de intrinsieke waarde en de verwachtingswaarde. De verwachtingswaarde ziet op de mogelijke ontwikkelingen van de intrinsieke waarde gedurende de looptijd van de renteoptie. De intrinsiek marktwaarde van de rentederivaten wordt beïnvloed door fluctuaties van de vaste en de variabele rente. De eerste volgt het tarief van de rente op, bijvoorbeeld 30-jarige, staatsobligaties en de laatste het tarief van de EURIBOR. Een IRS krijgt een negatieve marktwaarde op het moment dat de marktrente onder het vooraf vastgestelde rentepercentage daalt. Bij de waardering moet tevens rekening worden gehouden met het herwaarderingsmoment en het variabele renteherzieningsmoment. Een swaption is in-the-money, indien de marktrente op het vooraf vastgestelde moment in de toekomst hoger is dan de vastgestelde rente. De swaption kan op dat moment uitgeoefend worden of worden unwind. De positieve marktwaarde wordt bepaald door de contante waarde van het verschil tussen de marktrente en de vooraf vastgestelde rente. Het verlies op een swaption is beperkt tot de betaalde premie.

De rentecap with knock-in floor neemt een intrinsieke waarde aan op het moment dat de referentierente de uitoefenprijs overtreft. Wanneer de referentierente boven de uitoefenprijs van de rentecap uitstijgt, ontvangt de onderneming een vergoeding van de bank ter grootte van dit verschil. Wanneer de referentierente onder de uitoefenprijs van de knock-in floor daalt, betaalt de onderneming een vergoeding aan de bank ter grootte van het verschil tussen de referentierente en de uitoefenprijs van de rentecap. Hierdoor krijgt het rentederivaat ineens een zeer negatieve marktwaarde. De vergoeding is gebaseerd op de hoofdsom van de onderliggende lening. Het verlies dat middels de rentecap kan worden geleden is eveneens beperkt tot de betaalde premie.

Het laatste hoofdstuk ging in op de fiscale jaarwinstbehandeling van renterisico-afdekkende derivaten. Hierbij is met name de vraag van belang of het rentederivaat en de onderliggende lening in samenhang moeten worden gewaardeerd. Indien het resultaat van een rentederivaat voor de fiscale winstbepaling namelijk zelfstandig mag worden bepaald, kan de negatieve marktwaarde van het rentederivaat direct ten laste van het resultaat worden gebracht. Ten aanzien van de samenhangende waardering wordt voor de fiscale winstbepaling steeds vaker uitgegaan van de commerciële hedge-accountingregels. Het grootste verschil zit in het feit dat hedge-accounting commercieel een keuze is voor de onderneming, terwijl dit fiscaal soms kan worden afgedwongen. Bij de waardering wordt daarnaast fiscaal geen scheiding gemaakt tussen de renterisico-afdekkende en speculatieve functie van het derivaat.

De oorsprong van de samenhangende waardering ligt binnen de fiscale winstbepaling in de hedge-jurisprudentie. Kortom, volgt hieruit dat goed koopmansgebruik verplicht tot samenhangende waardering, indien de intentie van de onderneming is om een risico af te dekken en het prijsrisico in hoge mate is beperkt. Dit laatste is het geval, wanneer de waardeontwikkeling van de producten correleert binnen een bandbreedte van 80 tot 125 procent, of wanneer het onderliggende product en het afdekkende instrument tot 'hetzelfde mandje' behoren. De hedge-jurisprudentie zag echter op fair-value hedges, terwijl bij een rentederivaat dat het renterisico van de onderliggende lening afdekt sprake is van een cashflow hedge. In zijn conclusie bij BNB 2020/13 oordeelde de Hoge Raad op 8 november 2019 dat de hedge-jurisprudentie eveneens kan worden toegepast op cashflow hedges. Voorafgaand aan deze conclusie oordeelde het Hof op 20 februari 2018 dat goed koopmansgebruik zich verzet tegen een afzonderlijke waardering van de afgedekte positie. Zodoende kan het verlies op een IRS niet zelfstandig worden genomen. In BNB 2020/13 werd tevens geoordeeld dat bij een variabelrentende lening, net als bij een vastrentende lening, een latente winst wordt gecreëerd en dat de waardebepaling geschiedt zoals bij een vastrentende lening.

Bij een renteoptie kan onderscheid worden gemaakt tussen de door de onderneming betaalde premiekosten en ontvangen premiebatens. De betaalde premie voor een rentecap of swaption ziet op het toekomstige resultaat van de onderliggende lening. Goed koopmansgebruik verbiedt zodoende om deze premiekosten in één keer ten laste van de winst te brengen. De betaalde premie moet dan ook door de onderneming worden geactiveerd en kan vervolgens middels afschrijving, gedurende de resterende looptijd van de renteoptie, ten laste van de winst worden gebracht. De premiebatens volgen enigszins dezelfde lijn. Volgens het realisatiebeginsel hoeft de vergoeding niet in één keer tot het resultaat te worden gerekend, maar wordt juist ruimte geboden voor winstuitstel.

Nu de hedge-jurisprudentie uiteen is gezet en is geoordeeld dat deze eveneens kan worden toegepast op cashflow hedges, zoals de IRS, swaption en rentecap with knock-in floor, kan antwoord worden gegeven op de onderzoeksvraag.

Het is hierbij ten eerste van belang om te zien dat de drie besproken rentederivaten het renterisico van de onderliggende lening afdekken. Deze onderliggende lening neemt als

gevolg van een dalende rente een positieve marktwaarde aan. Deze latente winst hoeft op grond van het realisatiebeginsel niet bij het resultaat te worden gerekend.

Een IRS wordt bij het aangaan gewaardeerd op de kostprijs. Aangezien geen premie wordt betaald voor de IRS, bedraagt de kostprijs nihil. Met de IRS wordt de rente van de variabelrentende lening vastgezet op een bepaald niveau. Op het moment dat de marktrente daalt, betaalt de onderneming meer rente dan volgens de markt gangbaar is. De negatieve marktwaarde van de IRS wordt in dat geval gebaseerd op de contante waarde van het procentuele verschil tussen de vaste te betalen rente en de marktrente, gebaseerd op de hoofdsom van de onderliggende lening. Daarnaast, kan een daling van de EURIBOR voor een negatieve marktwaarde van de IRS zorgen, indien het renteherzieningsmoment niet samenvalt met het herwaarderingsmoment.

Uit de conclusie van de Hoge Raad op 8 november 2019 blijkt dat een IRS in samenhang met de onderliggende lening moet worden gewaardeerd. Zodoende, kan de negatieve marktwaarde van de IRS voor de fiscale winstbehandeling niet direct ten laste van het resultaat worden gebracht, maar wordt deze als het ware toegerekend aan de resterende looptijd. Deze gedachtegang is met name gebaseerd op het feit dat het latente verlies van de IRS aan het einde van de looptijd wordt gecompenseerd met de latente winst van de onderliggende lening.

De situatie verandert bij een tussentijdse beëindiging van een IRS. Hierbij moet door de onderneming namelijk een afkoopsom worden betaald aan de bank. Deze afkoopsom is gebaseerd op de marktwaarde van de IRS. In tegenstelling tot het normale stramien van een IRS, staat bij de beëindiging van het rentederivaat geen toekomstige prestatie tegenover de mogelijke negatieve marktwaarde. De Hoge Raad oordeelde in BNB 2020/13 dat voor de waardering moet worden uitgegaan alsof sprake is van een vastrentende lening. Indien een vastrentende lening wordt afgelost, komt het voordeel ten laste van het resultaat. De IRS verdwijnt bij beëindiging eveneens volledig uit de vermogenspositie van de belastingplichtige. Zodoende blijft slechts de variabelrentende lening over. In dat geval staat goed koopmansgebruik wel toe om de afkoopsom van de IRS ten laste van het resultaat te brengen.

Ten aanzien van de swaption gebeurt eigenlijk niet zo veel, op het moment dat de marktrente daalt. Aangezien de swaption het recht geeft om in de toekomst de renteoptie om te zetten in een renteswap, zal deze helemaal niet worden uitgeoefend door de onderneming

op het moment dat deze out-of-the-money is. Indien de onderneming dit wel zou doen, zou zij namelijk bewust de te betalen rente op een hoger niveau vastzetten dan de marktrente.

De swaption kan dan ook slechts een negatieve marktwaarde aannemen middels de betaalde premie. De kostprijs van de renteoptie is namelijk op het moment van aangaan gelijk aan de door de onderneming betaalde premie. Op het moment dat de rente daalt en de swaption niet wordt uitgeoefend, blijft de negatieve marktwaarde van de swaption beperkt tot deze premie. Net als bij een IRS mag dit verlies op grond van het realisatiebeginsel niet in één keer ten laste van het resultaat worden gebracht. Zoals reeds aangegeven, moet de premie worden geactiveerd en middels afschrijving, gedurende de resterende looptijd van de renteoptie, ten laste van de winst worden gebracht. Het is tevens goed om in te zien dat meestal een zero-cost strategy wordt gehanteerd bij de rentecap with knock-in floor. Dit betekent dat de door de onderneming betaalde premie van de rentecap wordt gecompenseerd met de ontvangen premie van de knock-in floor. In dat geval ontstaat helemaal geen negatieve marktwaarde middels de rentecap.

Het bijzondere aan de rentecap with knock-in floor is dat de marktwaarde hiervan door twee verschillende functies wordt bepaald. Net als bij de swaption, heeft een dalende rente niet bijster veel effect op de waarde van de renteoptie middels de rentecap. Slechts kijkende naar de rentecap, blijft de negatieve marktwaarde van de rentecap with knock-in floor, net als bij de swaption, beperkt tot de door de onderneming betaalde premie. Echter, heeft een dalende rente wel flinke gevolgen voor de marktwaarde van de rentecap with knock-in floor, middels de knock-in floor. Op het moment dat de referentierente, die het tarief van de EURIBOR volgt, namelijk onder het strikeniveau van de knock-in floor daalt, moet de onderneming een vergoeding aan de bank betalen ter grootte van het procentuele verschil tussen de referentierente en het strikeniveau van de rentecap, gebaseerd op de hoofdsom van de onderliggende lening. Dit betekent dat de rentecap with knock-in floor ineens een zeer negatieve marktwaarde kan aannemen bij een dalende rente.

De lijn die volgens goed koopmansgebruik moet worden gehanteerd ten aanzien van dit rentederivaat is lastiger dan bij de andere twee besproken rentederivaten. De hedgejurisprudentie ziet namelijk slechts op rentederivaten die het renterisico van de onderliggende lening afdekken. Hiervan is sprake op het moment dat door de onderneming wordt beoogd om het renterisico af te dekken en de waardeontwikkeling van de te betalen variabele rente van de geldlening en de toekomstige te ontvangen IRS-betalingen correleert binnen een

bandbreedte van 80 tot 125 procent. Hieraan wordt mijns inziens niet voldaan, indien de rentecap with knock-in floor, als gevolg van een daling van de referentierente onder het strikeniveau van de knock-in floor, ineens een zeer negatieve marktwaarde aanneemt. Het latente verlies van de renteoptie staat in dat geval totaal niet in verhouding met de latente winst van de onderliggende lening.

Echter, bleek uit het marketmaker-arrest dat eveneens sprake is van een zeer effectieve hedge, indien het onderliggende product en het afdekkende instrument tot 'hetzelfde mandje' behoren. Op het moment dat de premie van de knock-in floor wordt aangewend om de premie van de rentecap te compenseren, wordt door de onderneming wel beoogt om het renterisico af te dekken. Aangezien de rentecap with-knock in floor als één financieel product kwalificeert, waarmee het renterisico van de onderliggende lening wordt afgedekt, is wel sprake van een effectieve hedge-relatie. In dat geval kan de hedge-jurisprudentie eveneens worden toegepast op de rentecap with knock-in floor. Deze renteoptie moet dan ook in samenhang worden gewaardeerd met de onderliggende lening. De negatieve marktwaarde mag gedurende de looptijd van de renteoptie op grond van het realisatiebeginsel niet in één keer ten laste van het resultaat worden gebracht. Deze negatieve marktwaarde van het rentederivaat zal dan ook pas aan het einde van de looptijd van de rentecap with knock-in floor ten laste van de winst kunnen worden gebracht.

Hoofdstuk 7 Literatuurlijst

Boeken

- Hans Verbraeken, *'De vrije val van vestia, miljardendrama door hoogmoed'*, 2014.
- Mike Velthaak, Lex van der Wielen i.s.m. Hans van Sonderen, *'Handboek Derivaten voor accountants, fiscalisten en controller'*, tweede druk, 2014.
- W. Thorbecke, *'Financial derivatives: Harnessing the Benefits and Containing the Dangers, 1995'*, blz. 6/7.
- Jörg Kienitz, *'Interest rate derivatives explained, Volume 1: products and markets'*, 2014.
- Th. Groenewald, *'De toekomst van het ondernemingsrecht (IVOR nr. 99) 2015/10.4 Gevaren van de renteswap voor MKB-bedrijf'*, 1 maart 2015.
- D. Akume, B. Luderer, G.W. Weber, *'Pricing and hedging of swaptions'*, 2003.
- R.A. Brealey, S.C. Myers en F. Allen, *'Corporate Finance, New York (V.S.)'*, 2006.
- D.N. Chorafas, *'Introduction To Derivative Financial Instruments: Options, Futures, Forwards, Swaps, and Hedging, New York (V.S.)'*, 2008.
- Neil C. Schofield, *'Commodity derivatives: Markets and applications'*, 2021.

Artikelen

- D. Akume, B. Luderer, G.W. Weber, *'Pricing and hedging of swaptions'*, 2003.
- Drs. J.H. Asma AA RB en L.H. Storm van 's Gravesande RA, *'De Interest Rate Swap in drie fiscale sferen'*, WFR 2015/15.
- Mr. C.B. Bavinck, *'De optie als zelfstandige zaak'*, WFR 1992/1177.
- Mr. C.B. Bavinck, *'Toepassing hedge-arresten op interest rate swap'*, WFR 2020/17.
- Prof. mr. Dr. H. Beckman & C.J.N. Cools RA & H.P. de Haan RA & dr. N.G. de Jager & mr. S. Visser, *'Compendium voor de jaarrekening 7.6.3, financieel verslag'*, Actueel t/m 15-04-2021.
- Mr. R.J. Botter, *'Derivaten in de publieke sector'*, Ondernemingsrecht 2013/43.
- Mr. K.W.H. Broekhuizen & mr. M.G.C.M. Peeters Ph.D, *'GS Toezicht Financiële Markten, art. 1:1 Wft, aant. 221.7.4.2 Afwikkeling in contanten (cash settlement)'*, actueel t/m 01-05-2020.
- Drs. W. Bruins Slot, *'De invloed van afgeleide financiële instrumenten op de fiscale jaarwinst'*, WFR 1995/179.
- Drs. W. Bruins Slot, *'Het in samenhang waarderen'*, TFO 2019/165.4.

Commentaar op artikel 1 Regeling uitzettingen en derivaten decentrale overheden,
Toelichting bij de regeling van 18 december 2014, Stcrt. 2014, 36912.

R.P.C. Cornelisse, 'Reactie op het artikel "De Interest Rate Swap in drie fiscale sferen', WFR
2015/366.

Dr. R.P. van den Dool, 'Waardering van incurante aandelen voor de belastingheffing', 01 juli
2015.

Prof. dr. P.H.J. Essers, 'Amoreel of immoreel?', WFR 2018/2.

Prof. dr. P.H.J. Essers, 'Cursus Belastingrecht; inkomstenbelasting, onderdeel 3.2.16.B.b2&3',
2015.

Prof. dr. P.H.J. Essers, 'Cursus Belastingrecht IB.3.2.18.B.b Vorderingen in vreemde valuta en
hedging', actueel t/m 05-04-2021.

Mr. H. de Gunst, 'Belastingheffing ter zake van opties', WFR 2005/202.

P.G. Kroon, S.F.M. Niekel en J.W. Tangelder, 'Wisselkoersveranderingen en fiscus (FED
Fiscale Brochures)', 01-01-2000,

H.J. Lemmens, T. Pater, D.G. Schraa, 'De fiscale gevolgen van de afwikkeling van interest rate
swaps', WFR 2020/176.

Bram Logger en Parcival Weijnen, 'De derivatenzwendel: pure misleiding', 01 februari 2017.

R.P.C. Cornelisse, 'Reactie op het artikel "De Interest Rate Swap in drie fiscale sferen"', WFR
2015/366.

J.B. Maverick, 'Payment Netting vs. Close-Out Netting: What's the Difference?', Investopedia,
26 juni 2019.

Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties, 'In vogelvlucht, de woningwet 2015,
nieuwe spelregels voor de sociale huursector', 17-03-2015.

Mr. drs. S.F.M. Niekel, 'Toepassing hedge accounting bij anticiperende hedges in gevaar?',
WFR 2003/823.

Mr. drs. S.F.M. Niekel, 'Een multidisciplinaire analyse naar aanleiding van het
cacaobonenarrest', WFR 2010/576, p. 6.

De Oliveira Andersson, Fandom Tchomgouo, Mai, Zhang, 'Caps Floors and Collars', 10
december 2004.

M.G.C.M. Peeters en W.A.K. Rank, 'Effecten en vermogensrecht (Onderneming en recht nr.
63), 27 juni 2011

James A Primbs, 'A Factor Model Approach to Derivative Pricing', 2016.

K. Roozen en B. Kamp, 'Derivaten in de Nederlandse jaarrekening', 2016.

Smeets, 'Het winstbegrip: een synthese tussen fiscale en commerciële winstbepaling?', 2010.

Prof. dr. L.G.M. Stevens, 'Inkomstenbelasting 2001 (Fiscale handboeken nr. 2) 2020', 01-03-2020.

Prof. dr. J.L. Van de Streek, 'Cursus Belastingrecht Vpb.1.0.3.G', actueel t/m 09-03-2021.

J. Trapman, 'Derivaten bij woningcorporaties', februari 2012.

Alicia Tuovila, 'Market to Market', Investopedia, 7 maart 2021.

Prof. mr. A.A. Van Velten, 'Privaatrechtelijke aspecten van onroerend goed (AN nr. 120) 2018/8.5.4', 01-05-2018.

Hans Verbraecken en Elisa Hermanides, 'Puinruimer bij corporatie Vestia: banken medeschuldig aan drama', 8 mei 2012.

J. Veuger, 'Materieel Immaterieel, Besturing van woningcorporaties in samenhang met maatschappelijke waarden', januari 2014.

P. Visser en R.E.F.M. van der Vloet, 'Introductie van een piekvereiste voor het vormen van een fiscale voorziening groot onderhoud?', WFR 2020/159.

Mr. S. van Weeghel, 'Een optie is geen zaak, laat staan zelfstandig', Weekblad 1992/1558.

Jurisprudentie

Gerechtshoven

Hof 's-Gravenhage 3 december 2002, nr. 02/0441, V-N 2003/5.2.2.

Hof 's-Hertogenbosch 8 maart 2018, nr. 16/03857, ECLI:NI:GHSHE:2018:1048

Hof 's-Gravenhage 20 februari 2018, 17/00749, ECLI:NI:GHDHA:2018:400.

Rechtbanken

Rb. Noord-Holland, zittingsplaats Haarlem, 1 mei 2014, nr. AWB 12/3234.

Hoge Raad

HR 08-04-1953, nr. 11 257, ECLI:NL:HR:1953:AY3230, BNB 1953/146.

HR 30-05-1956, nr. 12 639, ECLI:NL:HR:1956:AY4063, BNB 1956/222.

HR 17-06-1959, nr. 13 902, ECLI:NL:HR:1959:AY0900, BNB 1959/304.

HR 07-09-1988, nr. 24 981, ECLI:NL:HR:1988:BH7237, BNB 1988/297.

HR 13-11-1991, nr. 27 563, ECLI:NL:HR:1991:ZC4783, FED 1992/416.
HR 06-03-1996, nr. 30 093, ECLI:NL:PHR:1996:AA1809, BNB 1996/365 (putwarrant-arrest)
HR 08-03-2002, nr. 36 292, ECLI:NL:PHR:2002:BI7871, BNB 2002/210 (Cessna II-arrest).
HR 22-11-2002, nr. 36 272, ECLI:NL:HR:2002:AD8488, BNB 2003/34 (Falcons-arrest).
HR 11-04-2003, nr. 37 611, ECLI:NL:HR:2003:AF4154, BNB 2003/253
HR 23-01-2004; nr 37 893, ECLI:NL:HR:2004:AI0670, BNB 2004/214 (Valutahedge-arrest)
HR 16-11-2007, nr. 42 970, ECLI:NL:PHR:2007:AZ7371, BNB 2008/26 (Optiehedge-arrest)
HR 10-04-2009, nr. 42916, ECLI:NL:PHR:2009:AZ7364, BNB 2009/271 (Cacaobonen-arrest).
HR 13-01-2012, nr. 10/03464, BQ0525, BNB 2012/89.
HR 21-03-2014, nr. 12/02793, ECLI:NL:HR:2014:635, BNB 2014/116.
HR 28-06-2019, nr. 18/03941, ECLI:NL:HR:2019:1046, RCR 2019/77.
HR 08-11-2019, nr. 18/01352, ECLI:NL:HR:2019:1721, BNB 2020/13.

Conclusies

Conclusie A-G Wattel, 13 december 2006, nr. 42970: Geen verliesneming op volledig gedeekte geschreven call opties, V-N 2007/11.7, p. 6.2.

Parlementaire stukken

Brief Staatssecretaris van Financiën van 29 januari 2009, nr. DGB2009/466U, V-N 2009/10.3
Kamerstukken II 1939/40, 239, nr. 3, p.8.
Kamerstukken II 2007/08, 31 205, nr. 3, p. 62.

Online bronnen

AD, 'Oud-Topman Vestia mag vertrekpremie van 3,5 miljoen houden', AD.nl, 3 september 2014.
BNNVARA, 'Wat ging er mis bij de woningcorporaties?', BNNVARA.nl, 4 juni 2014.
Cobouw, 'Financiën is onze corebusiness', Cobouw.nl, 18 mei 2011.
FD, Erik van Rein en Nelleke Trappenburg, 'Derivatendrama nekt Vestia alsnog: corporatie wil opsplitsen', FD.nl, 15 januari 2021.
Homefinance.nl, algemeen, informatie, EURIBOR.
IEX.nl; 'Rente Nederland 30 jaar', IND:NLGGB30J.BONDS.

NOS, 'Schreeuwend tekort aan woningen, wat moet eraan gedaan worden?', NOS.nl, 17 februari 2021.

NOS, 'Speculatie corporaties aan banden', NOS.nl, 31 augustus 2012.

Het Parool, 'Twee jaar cel voor oud-topman Vestia om fraude', Parool.nl, 5 maart 2020.

RTLnieuws, 'Swaptions en andere massavernietigingswapens', RTLnieuws.nl, 20 maart 2012.

Trouw, 'Minister: Vestia aan zet om salaris directeur', Trouw.nl, 11 juli 2006.

Overige bronnen

Jaarverslag Vestia 2020, p. 37.

Rabobank Groep Jaarverslag 2006.

Rijksoverheid, 'Toezicht op woningcorporaties', actueel t/m 1 juni 2021.

Commentaar op artikel 1 Regeling uitzettingen en derivaten decentrale overheden,

Toelichting bij de regeling van 18 december 2014, Stcrt. 2014, 36912.

Hoofdstuk 8 Appendix

Bijlage 1 Derivatenposities Vestia december 2011

DERIVATENPOSITIES VESTIA				
(bedragen in miljoen euro)				
BANK	TOTAAL	NEGATIEVE	TRESHOLD	MARGIN CALL
	BEDRAG	MARKTWAARDE		
	DERIVATEN			
Deutsche Bank	4200	-498	150	348
Citibank	3700	-105	50	55
ABN Amro	3200	-373	150	223
Barclays	2700	-85	50	35
BNP Paribas	2400	-174	100	74
Nomura	1400	-67	50	17
Credit Suisse	800	-61	50	11
Rabobank	750	-83	50	33
JP Morgan	700	-156	200	-
Société Générale	500	-29	50	-
ING	160	-10	geen	-
BNG	100	-37	geen	-
DEPFA	onbekend	onbekend	50	Onbekend
TOTAAL	20.610	1678	-	796

Bron: Verbraecken 2014, blz. 238

Nawoord

Bij deze wil ik graag mijn scriptiebegeleider, Piet Oerlemans, bedanken voor de ondersteuning tijdens mijn scriptie en de interessante en leuke Zoommeetings vanuit Mallorca. Daarnaast wil ik mijn vader bedanken voor de brainstormsessies op het strand in Zeeland en mijn moeder en zus voor de onvoorwaardelijke steun die zij mij altijd geven.

Daarnaast, wil ik de hoogleraren van de FEI bedanken voor alle kennis die zij tijdens de colleges en practica aan mij hebben overgedragen, gedurende mijn bachelor en master Fiscale economie. Tevens wil ik mijn oud-collega's van BDO bedanken voor het werkstudentschap dat ik daar heb mogen doen. Tijdens dit werkstudentschap kwam ik voor de eerste keer in aanraking met woningcorporaties en rentederivaten. Daarnaast, wil ik mijn collega's van Deloitte bedanken voor de ervaringen die ik daar in de afgelopen tijd heb kunnen opdoen. Ik kijk er enorm naar uit om mijn verdere fiscale loopbaan hier te mogen en kunnen vervolgen.