



Inspectie van het Onderwijs
*Ministerie van Onderwijs, Cultuur en
Wetenschap*

Inventarisatie derivaten bij onderwijsinstellingen in het mbo en ho

November 2012

Samenvatting

De onderwijsinspectie heeft een onderzoek uitgevoerd naar het bezit van derivaten door instellingen in het middelbaar beroepsonderwijs (mbo) en het hoger onderwijs (ho). Hieruit komt naar voren dat ongeveer een derde van deze instellingen beschikt over derivaten. Twee derde van de instellingen, waaronder ook grote instellingen, bezit geen derivaten. De totale nominale waarde van alle derivaten in het mbo bedraagt 467 miljoen euro. Het ho bezit voor 845 miljoen euro (nominaal) aan derivaten.

Derivaten zijn een algemeen geaccepteerd financieel instrument om renterisico's op langlopende leningen (voornamelijk voor gebouwen) te beperken. In veel gevallen zijn derivaten het enig mogelijke instrument hiervoor omdat banken nauwelijks tot geen langlopende leningen met een vaste rente verstrekken.

Bij veel instellingen die derivaten hebben, is de marktwaarde momenteel negatief vanwege de lage rentestand. De negatieve waarde van de derivaten betekent niet dat dit bedrag nu als verlies geldt. Het betekent dat het derivaat momenteel geen voordeel oplevert en daardoor als negatief gewaardeerd wordt. De instelling betaalt een premie voor de zekerheid dat de rente niet boven een vooraf vastgestelde grens kan stijgen.

De totale actuele waarde van alle derivaten in het mbo bedraagt 74 miljoen negatief. In het ho bedraagt de totale actuele waarde van alle derivaten 216 miljoen euro negatief.

Het onderzoek maakt duidelijk dat de derivaten aangeschaft zijn om renterisico's te beperken. Dit is conform de regeling Beleggen en Belenen.

De kennis van derivaten is bij veel instellingen beperkt. Er worden wel adviseurs ingehuurd maar men kan hun adviezen vaak niet zelf verifiëren. Derivaten kunnen risico's met zich meebrengen die bij het afsluiten vaak verborgen blijven vanwege de beperkte kennis bij de instelling.

Eén van deze risico's is bijvoorbeeld de aanwezigheid van margin calls, waarbij de bank onder bepaalde voorwaarden extra onderpand in de vorm van onroerend goed of liquiditeiten kan eisen. Bij zes instellingen (mbo drie, ho drie) is sprake van dergelijke margin calls in de contractvoorwaarden. Bij deze instellingen is het onwaarschijnlijk dat hierdoor financiële problemen kunnen ontstaan.

Een ander risico is dat in de huidige markt met lage rentestanden, de derivaten instellingen verhinderen om naar een andere financier (bijvoorbeeld de schatkist) te gaan. Dit wisselen van financier brengt dan zeer hoge kosten met zich mee aangezien derivaten met een negatieve waarde dan bij de bank afgekocht moeten worden, al dan niet door storting van gelden in een deposito.

Open posities kunnen ontstaan door het te vroeg afsluiten van derivaten voordat men een lening aangaat (met het risico dat de lening uitgesteld wordt of in het geheel niet doorgaat.). Open posities ontstaan ook door vervroegd aflossen. Open posities zijn strijdig met de regeling Beleggen en Belenen en kosten de instelling geld. Er zijn zowel in het mbo als in het ho drie instellingen met open posities.

Inhoudsopgave

Samenvatting	3
Inhoudsopgave.....	4
1. Inleiding.....	5
1.1 Achtergrond onderzoek	5
1.2 Opdracht.....	5
1.3 Vaststelling rapport.....	5
2. Opzet van het onderzoek.....	6
2.1 Onderzoeksdoelstelling	6
2.2 (Deel)vragen.....	6
2.3 Beoogde resultaten	6
2.4 Doelgroep project	6
2.5 Begrenzing	6
3. Uitvoering en analyse.....	7
3.1 Data analyse.....	7
3.2 Casuïstiek.....	7
3.3 Disclaimer.....	7
4. Uitkomsten	8
4.1 Derivaten bezit.....	8
4.2 Omvang derivaten in relatie tot omvang instelling	8
4.3 Actuele waarde van de derivaten	12
4.4 Margin call	18
4.5 Open posities.....	18
5 Risico's.....	19
5.1 Rente risico.....	19
5.2 Matching	19
5.3 Tegenpartij.....	19
5.4 Onderpandverplichtingen	20
6 Conclusies en aanbevelingen	21
6.1 Gebruik van derivaten	21
6.2 Regelgeving.....	21
6.3 Kennis van derivaten.....	21
6.4 Toezicht door RvT	21
Bijlage A Uitleg Derivaten	22
Bijlage B Derivaten bezit mbo instellingen.....	23
Bijlage C Derivaten bezit ho instellingen.....	24

1. Inleiding

1.1 Achtergrond onderzoek

Begin 2012 is het begrip derivaat meermaals op negatieve wijze in de publiciteit gekomen. Dit had enerzijds te maken met de in het algemeen verhoogde interesse voor financiële producten in de crisisperiode en anderzijds met high impact fraudezaken bij onder meer woningcorporaties. Met name de perikelen rond de woningbouwcorporatie Vestia kwamen prominent in het nieuws.

Daarbij kwam een hoge mate van publiciteit voor het dreigende faillissement van een onderwijsinstelling (Amarantis) dat in de pers al snel in één adem met het begrip derivaat genoemd werd. De problemen bij deze onderwijsinstelling waren overigens niet aan derivaten te wijten.

Dit was aanleiding voor de minister van OCW om de onderwijsinspectie te verzoeken om een onderzoek in te stellen naar het gebruik van derivaten in het mbo en ho en te onderzoeken of dit risico's voor de continuïteit van de instellingen kan opleveren.

1.2 Opdracht

De opdracht voor het onderzoek luidt: "Onderzoek het derivatenbezit van instellingen in de sectoren middelbaar beroepsonderwijs en hoger onderwijs en breng dit helder in kaart. Onderzoek tevens of er eventueel risico's voortkomen uit dit bezit van derivaten".

1.3 Vaststelling rapport

Dit rapport is vastgesteld door drs. R. Loep RA, directeur Rekenschap.
19 November 2012

2. Opzet van het onderzoek

2.1 Onderzoeksdoelstelling

Een derivaat is een complex financieel product dat in het verleden nauwelijks bekend was bij het grote publiek en in de financiële wereld gebruikt werd om het risico van renteschommelingen op te vangen. In de loop van 2012 is het begrip derivaat een steeds grotere rol gaan spelen in de pers en de publieke opinie. Door schandalen bij onder meer woningbouwcorporaties heeft het begrip een zeer negatieve lading gekregen.

Doelstelling van dit onderzoek is na te gaan of instellingen in het mbo en ho gebruik maken van derivaten.

2.2 (Deel)vragen

Het onderzoek moet een antwoord geven op onderstaande deelvragen:

1. Welke instellingen in het mbo en ho bezitten derivaten?
2. Wat is de waarde van deze derivaten in relatie tot de omvang van de instelling?
3. Wat is de doelstelling van het werken met derivaten?
4. Zijn er eventueel risico's te onderkennen in het gebruik van derivaten?
5. Welke instellingen lopen mogelijk een risico?

2.3 Beoogde resultaten

Het onderzoek dient een rapport op te leveren dat een helder beeld schetst van de huidige situatie (gebaseerd op cijfers 2011 en 2012) voor wat betreft het bezit van derivaten door instellingen in het mbo en ho. Zowel op sectorniveau (totaal van de gehele sector) als op bestuursniveau (niveau van de individuele instelling).

2.4 Doelgroep project

Deze rapportage is bedoeld voor de Minister, Tweede Kamer en de directies Hoger Onderwijs en Studiefinanciering, Beroepsonderwijs- en Volwassenen Educatie en FEZ van het ministerie van OCW.

2.5 Begrenzing

Dit onderzoek richt zich uitsluitend op de derivaten bij instellingen in de sectoren mbo en ho. Andere financiële producten vallen buiten de reikwijdte van dit onderzoek. Andere sectoren vallen ook buiten de reikwijdte van dit onderzoek.

Het onderzoek richt zich op de gegevens over 2011 en 2012. Voor de analyse wordt gebruik gemaakt van de financiële gegevens uit de meest recente jaarverslagen (2011). Instellingen is gevraagd een overzicht te geven van de derivaten die op dit moment in hun bezit zijn. Tevens is de instellingen gevraagd de marktwaarde van deze derivaten op 31-12-2011 aan te geven¹. De rente (Euribor) is sindsdien gedaald en daarmee kan worden aangenomen dat de actuele waarden van de derivaten eveneens gedaald zijn.

¹ Drie instellingen in het mbo hebben de actuele waarde van hun derivaten per 1 juli 2012 opgegeven. In deze rapportage zijn deze instellingen gewoon meegenomen aangezien de verschillen voor de aard van dit onderzoek niet direct relevant zijn.

3. Uitvoering en analyse

3.1 Data analyse

Alle instellingen in het mbo en ho hebben een brief met vragenlijst ontvangen. Over het algemeen is snel geantwoord en waren de instellingen behulpzaam bij het leveren van de gegevens. Een klein deel van de instellingen is later gerappelleerd om alsnog de gegevens te leveren. Dit kan veroorzaakt zijn door het moment van vragen dat juist in de vakantieperiode lag.

3.2 Casuïstiek

Om meer inzicht te krijgen in de motieven om derivaten te gebruiken als financieel instrument is met een beperkt aantal instellingen met derivaten een gesprek gevoerd. Vanwege de vertrouwelijkheid worden deze instellingen in dit rapport niet bij naam genoemd.

3.3 Disclaimer

In dit onderzoek heeft de inspectie zich in eerste instantie gericht op informatie uit de jaarverslagen over 2011 van de onderwijsinstellingen. Deze jaarverslagen zijn door de instellingsaccountants gecontroleerd en goedgekeurd. Daarnaast heeft de inspectie informatie (en in enkele gevallen kopieën van contracten) opgevraagd bij de besturen van de instellingen. De inspectie gaat er hierbij vanuit dat de instellingen volledige en correcte informatie hebben aangeleverd.

4. Uitkomsten

4.1 Derivaten bezit

Het onderzoeksveld bestond uit 65 mbo, 35 hbo en 18 wo instellingen. Al deze instellingen hebben hun gegevens voor het onderzoek aangeleverd.

Van de in totaal 118 instellingen heeft iets meer dan een derde (33,9%) derivaten in bezit. Bij de mbo en hbo instellingen ligt het percentage dat derivaten bezit iets lager (32,3% resp. 31,4%). Bij de universiteiten ligt het percentage van de instellingen met derivaten (44,4%) juist wat hoger.

Bezit derivaten?	Ja	(%)	Nee	(%)
mbo	21	32,3%	44	67,7%
hbo	11	31,4%	24	68,6%
wo	8	44,4%	10	55,5%
Totaal	40	33,9%	78	66,1%

Tabel 1 Derivatenbezit per sector

4.2 Omvang derivaten in relatie tot omvang instelling

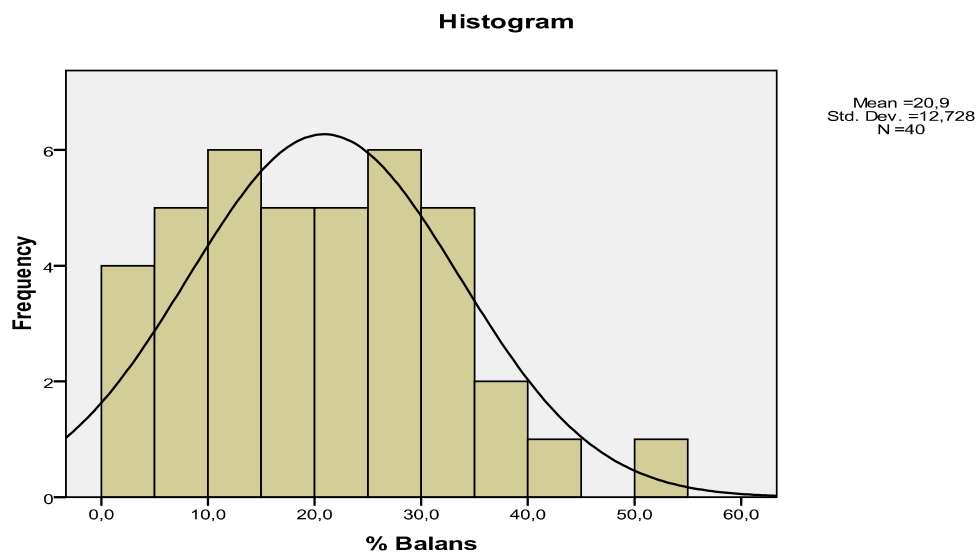
Opvallend is dat het bezit van derivaten niet sterk gerelateerd is aan de omvang van de instelling. Er zijn in alle sectoren grote instellingen² met derivaten en zonder derivaten. Er zijn in de mbo en hbo sectoren ook kleinere instellingen met en zonder derivaten. Bij de universiteiten valt op dat alle universiteiten die derivaten hebben grote instellingen zijn. Er zijn geen kleine universiteiten met derivaten. Wel zijn er grote universiteiten met veel onroerend goed zonder derivaten. Dat laatste geldt overigens ook voor mbo en hbo instellingen.

Om de omvang van de derivaten te relateren aan de omvang van de instelling is er voor gekozen om de nominale waarde van de derivaten uit te drukken in een percentage van de omvang van de totale balanswaarde. Hier is voor gekozen omdat dit een goede maatstaf is om de absolute omvang van een derivaat te vergelijken met de absolute omvang van de onderwijsinstelling. Een vergelijking met eigen vermogen, vreemd vermogen of gebouwen ligt minder voor de hand omdat dan bij iedere instellingen rekening gehouden zou moeten worden met de wijze van financiering en waardering.

Aangezien de nominale waarde van de derivaten in principe gelijk moet zijn aan de omvang van de langlopende leningen waar zij aan gekoppeld moeten zijn, geeft deze verhouding dus tevens een beeld van de relatie tussen deze langlopende leningen en de totale balanswaarde.

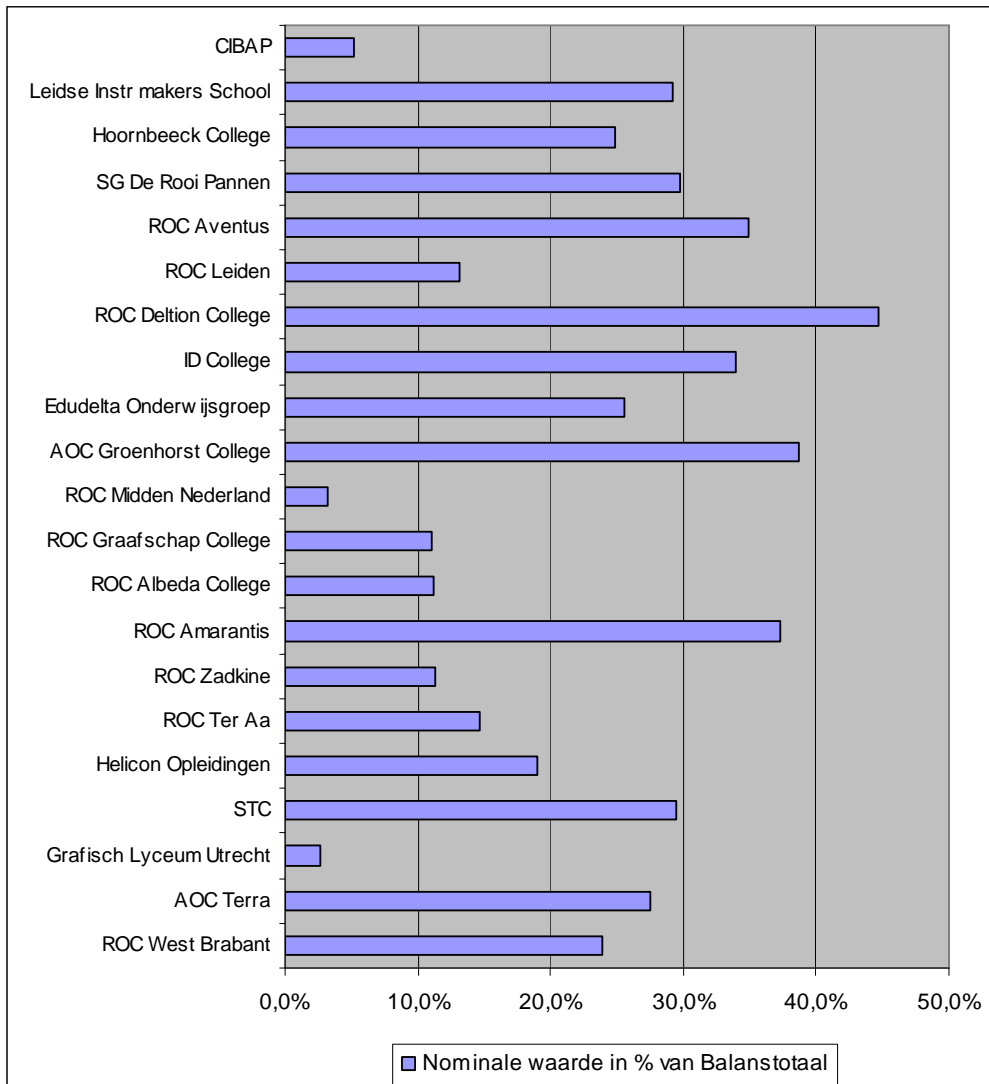
² De omvang van de onderwijsinstelling is in dit onderzoek gerelateerd aan de totale balanswaarde.

Instellingen met derivaten bezitten gemiddeld iets meer dan 20% van hun balanswaarde aan derivaten. Bij de mbo instellingen ligt dit percentage iets hoger (22%) dan bij de ho instellingen (17%). In onderstaande grafiek is de spreiding van alle 40 instellingen met derivaten weergegeven. Het aantal instellingen met een kleiner deel van hun balanswaarde aan derivaten dan gemiddeld ligt iets hoger dan het aantal instellingen waar dit groter dan gemiddeld is.



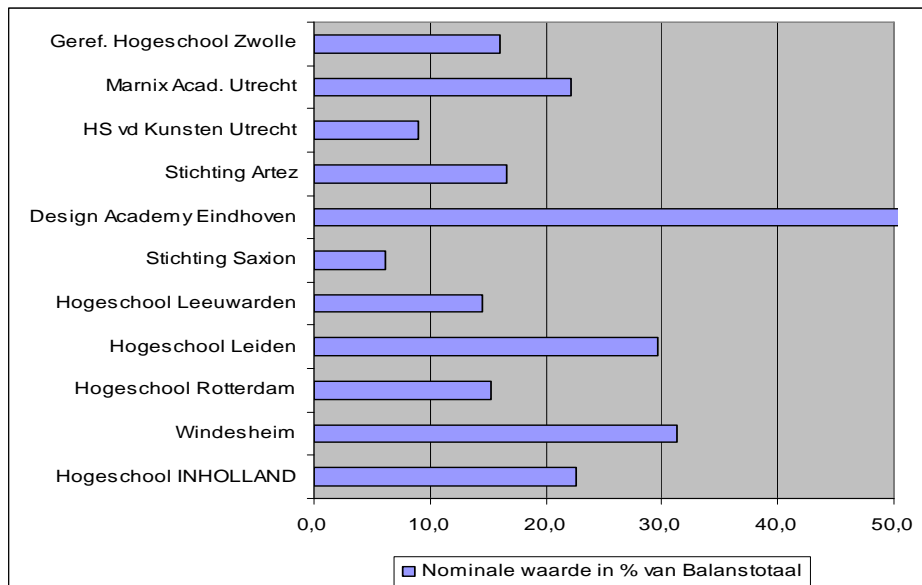
Figuur 1 Spreiding van waarde derivaat tov balans

Mbo instellingen met derivaten hebben gemiddeld 22% van hun balanswaarde aan derivaten. Binnen deze sector is de spreiding redelijk normaal verdeeld en varieert van 2,7% tot 44,7%. In onderstaande grafiek is van alle mbo instellingen met derivaten dit percentage weergegeven.



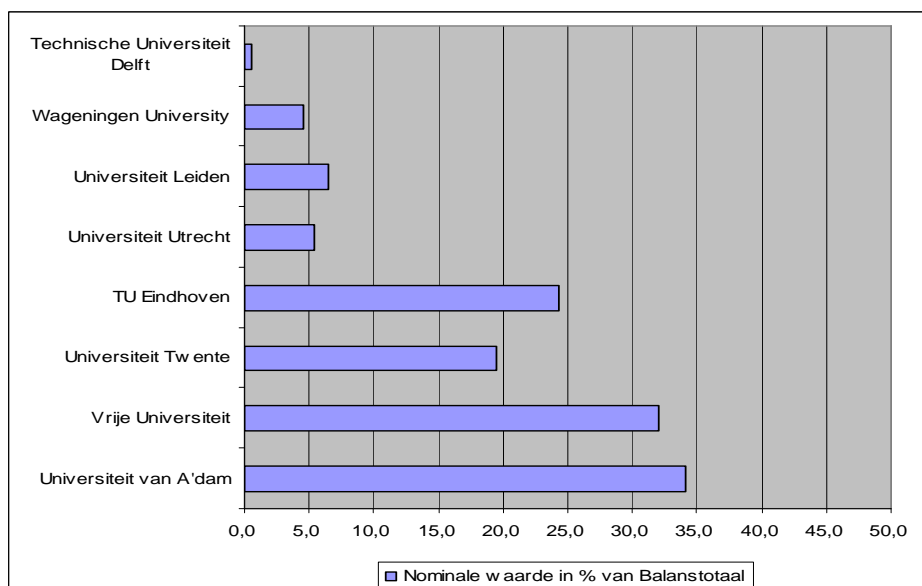
Figuur 2 mbo: Nominale waarde derivaten tov balans

Bij de hbo instellingen varieert dit percentage tussen de 6 en de 31%, met een gemiddelde³ dat ongeveer rond de 15% ligt. Onderstaande grafiek geeft dit percentage voor alle hbo instellingen met derivaten weer.



Figuur 3 hbo: Nominale waarde derivaten tov balans

Bij de universiteiten is een heel ander beeld te zien. Bij de helft van de acht universiteiten die derivaten bezitten, is de nominale waarde slechts 5% van het balanstotaal. De andere helft springt er duidelijk uit met derivaten die ongeveer 20% tot 35% van het balanstotaal bedragen.



Figuur 4 wo: Nominale waarde derivaten tov balans

³ Bij de Design Academy Eindhoven is sprake van een afwijkende situatie. Deze instelling is 50% eigenaar van een BV die het pand, hypotheek en derivaat bezit. Daarom is het derivaat voor 50% in het overzicht maar niet in de berekeningen meegenomen.

4.3 Actuele waarde van de derivaten

De waarde van een derivaat wordt in twee componenten uitgedrukt, de nominale waarde en de actuele waarde. De nominale waarde van een derivaat is de waarde van de onderliggende lening waarvan het renterisico beperkt moet worden. Deze nominale waarde is dus gelijk aan de waarde van de lening of kleiner als slechts een deel van de lening afgedekt wordt. De actuele waarde van een derivaat wordt bepaald door het positieve of negatieve resultaat van deze afdekking. Staat de actuele en toekomstige⁴ rente hoger dan in het derivaat is afgedekt, dan levert het derivaat geld op en heeft het een positieve waarde. Is de actuele en toekomstige rente lager dan met het derivaat is afgedekt, dan kost het derivaat in feite geld en is de waarde daarom ook negatief.

De totale nominale waarde van alle derivaten in het mbo en ho samen bedraagt ongeveer 1.312 mln euro. Er zijn 40 instellingen met derivaten. Bij alle instellingen is de actuele waarde van hun derivaten momenteel negatief vanwege de lage rentestand. Het totaal van de actuele waarde bedraagt 290 mln euro negatief.

	Nominaal	Actueel
mbo	467	-74
ho	845	-216
Totaal	1.312	-290

Tabel 2 Nominale en actuele waarde per sector

Deze negatieve waarde van de derivaten betekent niet dit bedrag nu als verlies geldt, maar dat het derivaat momenteel geen voordeel oplevert en daardoor als negatief gewaardeerd wordt. Een eventuele negatieve actuele waarde is dus in eerste instantie virtueel. Als de instelling het derivaat en onderliggende lening behoudt tot de einddatum is er in feite niets aan de hand. Op het einde van de looptijd is de actuele waarde van een derivaat per definitie altijd nul aangezien het derivaat dan geen functie meer heeft en dan ook geen geld meer kan opleveren of kosten. Heeft een derivaat een positieve actuele waarde betekent dit ook niet dat de instellingen het derivaat met winst van de hand zou kunnen doen. Een positieve of negatieve waarde geeft in feite alleen aan of het derivaat op dit moment aan zijn functie voldoet en voor de instelling wel of niet een rentevoordeel oplevert.

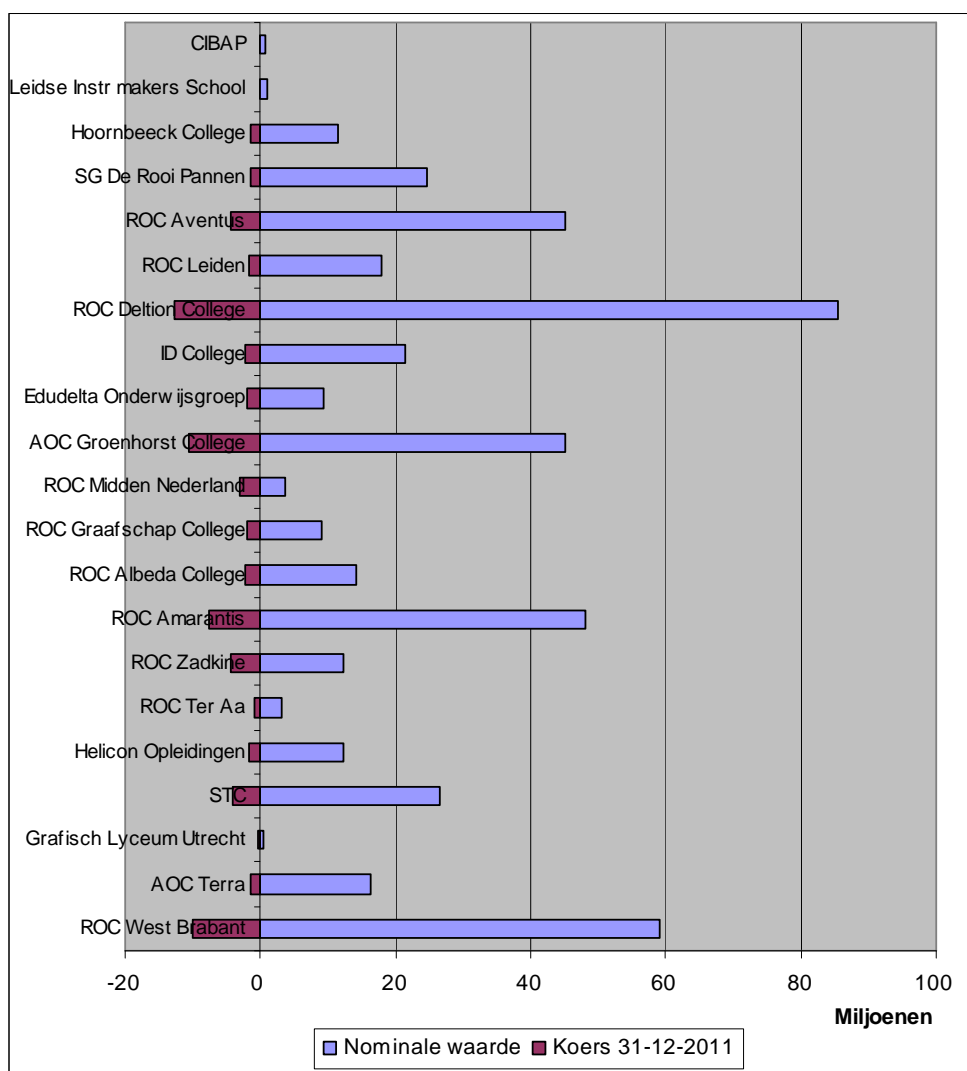
Een negatieve actuele waarde van een derivaat kan in twee gevallen echter wel een negatief effect hebben op de instelling:

- als er sprake is van een voorwaarde in het contract tussen bank en instelling, kan de bank bij een bepaalde negatieve waarde van het derivaat eventueel een extra zekerheid vragen; dat is de zogenoemde *margin call*. Op de risico's en effecten hiervan wordt in de volgende paragraaf ingegaan.
- de instelling kan alleen van het derivaat afkomen door het tegen de actuele waarde aan de bank terug te verkopen. Bijvoorbeeld als zij naar een andere financier zou willen gaan. Het virtuele verlies wordt op dit moment in een reëel verlies omgezet. Dit kan de instelling er van weerhouden om naar een andere financier om te zien. In feite is het dan een soort boeteclausule in het contract geworden. Als de instelling bij een andere financier een gunstiger rente of andere gunstigere voorwaarden denkt te kunnen realiseren, is het maar de vraag of het verlies bij afstoten van het derivaat (met negatieve waarde) daar tegen op weegt. Heeft een derivaat een positieve waarde, dan zal het niet door de bank teruggenomen worden en kan er dus geen *winst* op gemaakt worden.

⁴ Uiteraard is dit gebaseerd op prognoses van de toekomstige renteontwikkelingen.

Alle mbo instellingen die derivaten bezitten, hebben derivaten met een actuele waarde die momenteel negatief is. Als peildatum voor de in het onderzoek gehanteerde actuele waardes is 31 december 2011 genomen. De negatieve actuele waarde van de derivaten in het mbo is vrij beperkt ten opzichte van de nominale waarde van deze derivaten.

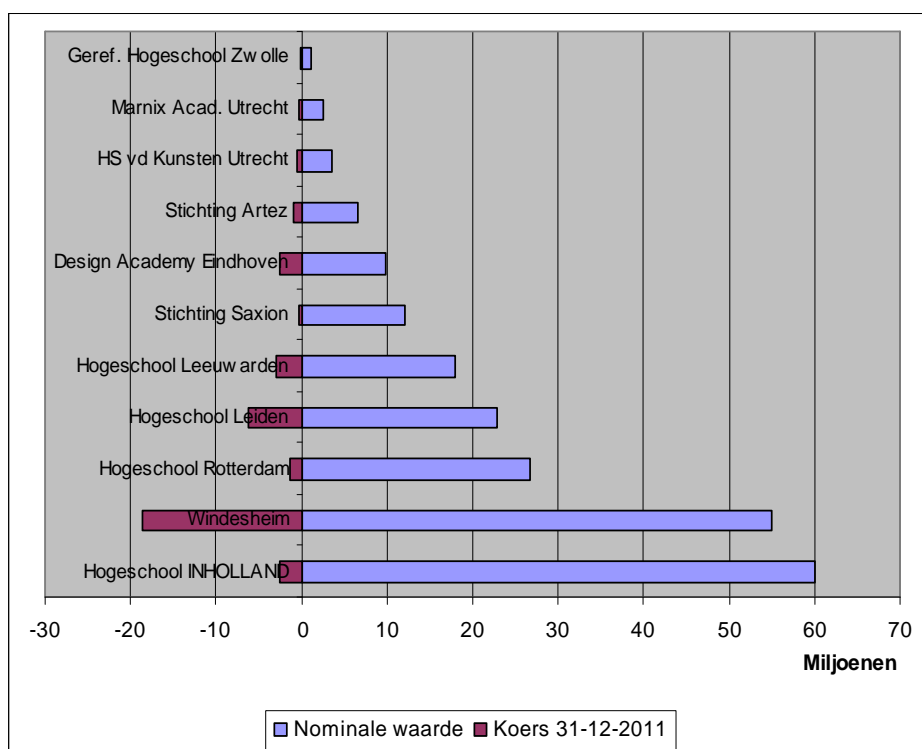
Er kan dus gesteld worden geen van de mbo instellingen op dit moment, door de huidige lage rente stand, een direct rente voordeel heeft van de derivaten.



Figuur 5 mbo: Nominale en actuele waarde derivaten

Ook bij de hbo instellingen met derivaten hebben alle instellingen derivaten met een negatieve marktwaarde. Deze negatieve waarde is echter in de meeste gevallen relatief beperkt ten opzichte van de nominale waarde van deze derivaten. Bij één instelling ligt de negatieve waarde verhoudingsgewijs hoger.

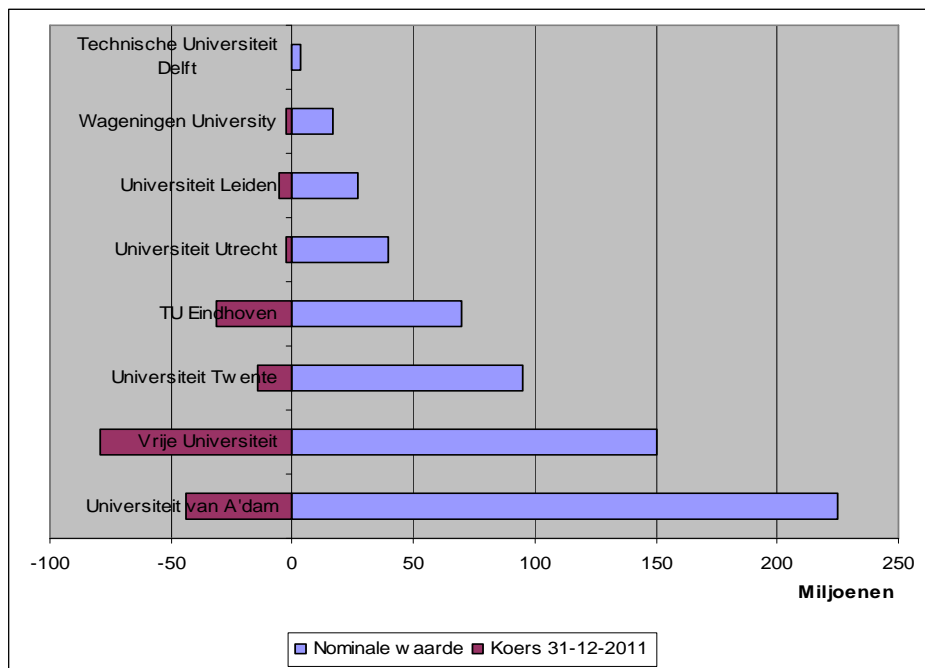
Hieruit kan afgeleid worden dat de hbo instellingen op dit moment dus slechts een beperkt negatief effect van de derivaten ondervinden. Pas als de variabele rente nog veel verder zou gaan zakken, worden de negatieve effecten van de derivaten groter. Deze relatief beperkte negatieve waarde houdt ook in dat de meeste hbo instellingen in principe makkelijker van financieer kunnen wisselen zonder grote financiële consequenties.



Figuur 6 hbo: Nominale en actuele waarde derivaten

Ook bij de universiteiten hebben alle derivaten een negatieve marktwaarde. Bij vier universiteiten zelfs een in absolute omvang grote negatieve waarde. Dat betekent dat deze universiteiten zich mogelijk te sterk op een rentestijging hebben voorbereid, terwijl de rente alleen maar gezakt is. Zij betalen nu dus een hogere last voor hun financiering dan op dit moment in feite nodig is en kunnen niet profiteren van de lage rentestand.

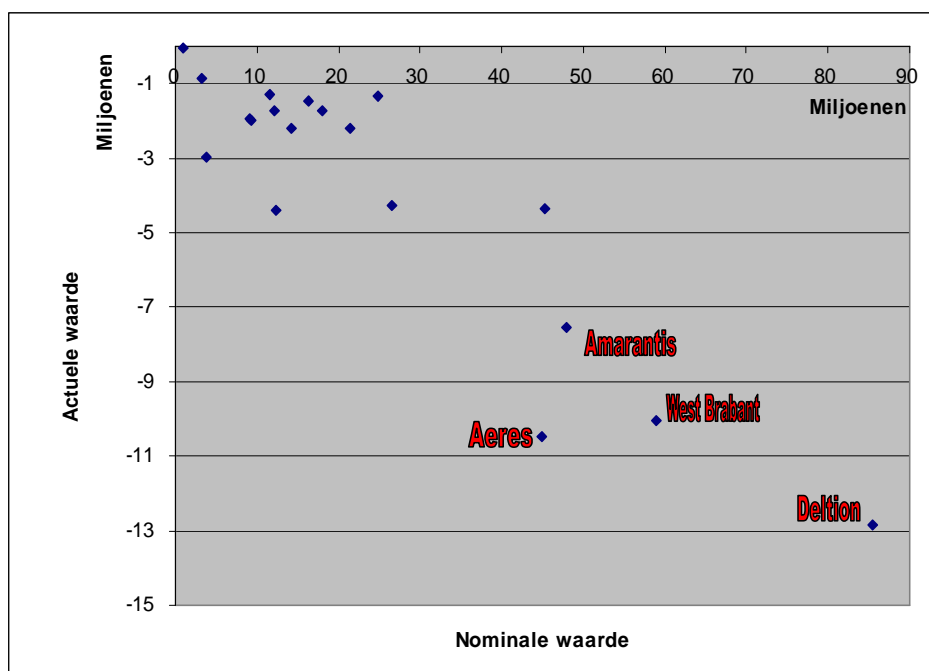
Het betekent ook dat zij sterk gebonden zijn aan hun kapitaalverstrekker. Als zij van de derivaten contracten af zouden willen en naar een andere financier willen gaan, kan dat alleen tegen zeer hoge kosten.



Figuur 7 wo: Nominale en actuele waarde derivaten

In de figuren 8 en 9 zijn alle instellingen met derivaten in een spreidingsdiagram weergegeven waarbij de positie in de grafiek bepaald wordt door de verhouding tussen de nominale waarde en de actuele waarde van het derivaat op peildatum 31 december 2011.

In figuur 8 worden de mbo instellingen weergegeven. Hierbij valt op dat een groot deel van de instellingen links in de grafiek net onder de x-as gesitueerd is. Dit geeft weer dat deze instellingen derivaten hebben met een beperkte negatieve waarde. Vier instellingen vallen op in de grafiek. Zij bevinden zich zowel onder de x-as (wat betekent dat de actuele waarde van het derivaat negatief is) als vrij ver naar rechts ten opzichte van de rest van de instellingen (wat betekent dat de nominale waarde van het derivaat groot is).

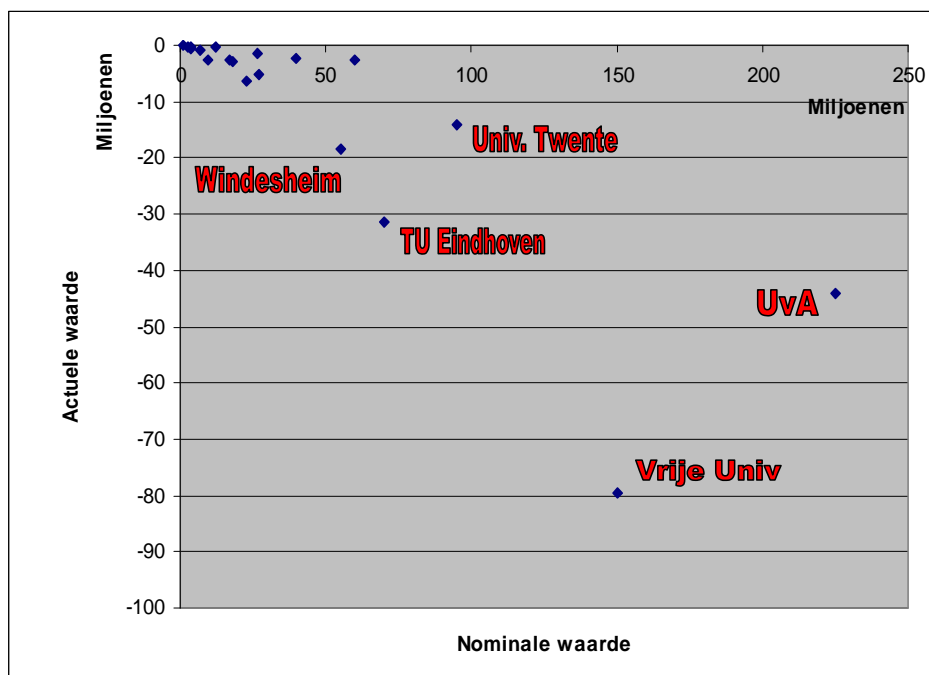


Figuur 8 mbo: Relatie tussen nominale en actuele waarde

De mbo instelling met de hoogste nominale waarde aan derivaten (85,5 miljoen euro) is het Deltion College. Instellingen met een hoge nominale waarde aan derivaten die momenteel een negatieve waarde hebben, zijn ROC West Brabant, Aeres groep, Amarantis⁵ en Deltion.

⁵ Amarantis: voor de opsplitsing. Voor het volledige overzicht, zie bijlage B

In figuur 9 worden de hbo instellingen en de universiteiten weergegeven. Hierbij valt op dat het merendeel van de instellingen niet al te ver van de het snijpunt van beide assen gesitueerd is. Dit geeft aan dat de totale waarde van de derivaten die de meeste instellingen bezitten relatief beperkt is en het verschil tussen de nominale en de actuele waarde ook beperkt is. Vijf instellingen vallen op in deze grafiek. Zij bevinden zich zowel onder de x-as (wat betekent dat de actuele waarde van het derivaat negatief is) als vrij ver naar rechts ten opzichte van de rest van de instellingen (wat betekent dat de nominale waarde van het derivaat erg groot is).



Figuur 9 ho: Relatie tussen nominale en actuele waarde

De instellingen die voor grote bedragen aan derivaten bezitten met een op dit moment ook grote negatieve waarde, zijn: Windesheim, TU Eindhoven, Universiteit Twente, Vrije Universiteit Amsterdam en Universiteit van Amsterdam⁶.

Het valt op dat vier van deze vijf instellingen universiteiten zijn. Bij alle vijf instellingen zijn de derivaten aangekocht om de rente op langlopende leningen voor onroerend goed vast te leggen. Door de huidige zeer lage rentestand hebben deze derivaten een negatieve waarde gekregen. De instellingen betalen dus op hun langlopende leningen meer rente dan op basis van de huidige variabele rente nodig zou zijn, terwijl de derivaten juist bedoeld waren om hogere kosten door rentestijgingen te voorkomen. De instellingen hebben zich in het verleden dus in feite *verzekerd* tegen hogere kosten die ontstaan door een rente stijging.

⁶ Voor het volledige overzicht, zie bijlage C

4.4 Margin call

In een derivaten contract kan vastgelegd worden dat de verstrekker onder bepaalde voorwaarden extra zekerheden kan opeisen, de zogenoemde *margin call*. Deze zekerheden kunnen geboden worden in de vorm van onderpand op onroerend goed, maar vaak worden liquiditeiten gevraagd. De verstrekker eist dan dat de instelling een bepaalde som geld op een geblokkeerde deposito rekening stort. Als de instelling dit geld niet als liquide middelen ter beschikking heeft, zal zij de som geld moeten lenen. Het aantrekken van een extra kredietfaciliteit kan erg moeilijk en ook duur zijn. Hierdoor kan de instelling in acute liquiditeitsproblemen komen en kan zelfs het voortbestaan van de instelling bedreigd worden. Van een soortgelijke acute situatie was sprake bij Vestia.

In het contract wordt vastgelegd in welke situaties de bank om extra zekerheden kan vragen. Deze situaties kunnen bijvoorbeeld zijn:

- als de waarde van het derivaat onder een bepaalde waarde komt;
- als de solvabiliteit van de instelling onder een bepaalde waarde zakt;
- bij fusie of defusie;
- bij een bestuurswisseling.

In de praktijk is het voor instellingen soms onduidelijk om te bepalen of er extra zekerheden vastgelegd zijn en zo ja, wat dan de exacte implicaties hiervan zijn. In het onderzoek bleek dat instellingen soms niet op de hoogte waren van het feit of er zekerheden vastgelegd waren. Zo waren er instellingen die aangaven dat er geen zekerheden gevraagd konden worden terwijl uit de contracten bleek dat er wel degelijk situaties mogelijk waren waarin de financier om additionele zekerheden kan vragen.

In het onderzoek van de onderwijsinspectie hebben drie mbo instellingen, twee hbo instellingen en één universiteit aangegeven dat er sprake is van een margin call in hun contracten. De overige 34 instellingen met derivaten gaven aan dat er in hun contracten geen sprake is van margin calls.

4.5 Open posities

Een derivaat moet altijd afgesloten worden om een renterisico op een onderliggende lening af te dekken. Als die onderliggende lening er niet is of kleiner is dan de (nominale) waarde van het derivaat, is er sprake van een open positie. Het derivaat kent dan een zogenoemde *ineffectieve hedge*. Volgens de regeling Beleggen & Belenen is dit niet toegestaan. Bij een open positie wordt er in feite gespeculeerd op de renteontwikkeling.

In de praktijk komen open posities voor in een aantal gevallen:

- het derivaat wordt afgesloten voordat de onderliggende lening in zou moeten gaan en vervolgens gaat de lening niet door, bijvoorbeeld omdat een bouwproject uit- of afgesteld wordt;
- het derivaat wordt afgesloten voor een onderliggende lening die eerder afgelost wordt;
- de instelling lost de lening in haar geheel af om ze bij een andere financier opnieuw (tegen betere voorwaarden) af te sluiten. Het derivaat blijft dan open staan;
- de looptijd van het derivaat is langer dan de looptijd van de onderliggende lening.

In al deze gevallen blijft het derivaat dan als "wees" geheel of gedeeltelijk bestaan. Als de waarde van het derivaat positief is, levert dit geen financieel nadeel op. Is de waarde negatief dan betekent dit dat het de instelling nog steeds geld kost. Het opheffen van het derivaat kost dan ook geld.

In het onderzoek gaven drie mbo instellingen⁷ en drie universiteiten⁸ op dat zij ineffectieve derivaten bezitten. In de meeste gevallen betreft het bouwprojecten waarvoor voortijdig derivaten afgesloten waren. De projecten in kwestie werden vervolgens uit- of afgesteld. Ook was er sprake van voortijdig aflossen van de onderliggende lening, bijvoorbeeld bij verkoop van het pand. Eén hbo instelling had een ineffectief derivaat dat zij met verlies (de negatieve marktwaarde) aan de bank terugverkocht heeft.

⁷ Zie bijlage B

⁸ Zie bijlage C

5 Risico's

Onderwijsinstellingen mogen derivaten gebruiken om renterisico's af te dekken, mits zij daarbij handelen in overeenstemming met de regeling Beleggen en Belenen (2010). In de praktijk hebben de instellingen daarvoor zogenoemde renteswaps gebruikt. De renteswap is een ruiltransactie waarbij partijen de rentebetalingen gedurende de looptijd uitruilen. De risico's die aan het gebruik van renteswaps kunnen kleven zijn hieronder beschreven.

5.1 Rente risico

Derivaten zijn financiële instrumenten om rente risico's af te dekken. De bedoeling van een derivaat is dat de rente op een lening op een bepaald niveau vastgelegd wordt. De instelling beschermt zich daarmee tegen plotseling stijgende rentelasten. Dit valt te vergelijken met een vaste hypotheekrente ten opzichte van een variabele hypotheekrente. De rente kan in de toekomst behalve stijgen natuurlijk ook gaan dalen. Als de rente niet stijgt, maar daalt tot onder het niveau waarvoor de instelling een renteswap heeft afgesloten, zal de swap juist geld kosten in plaats van geld opleveren. Bij de huidige lage rentestand is dit het geval bij een zeer groot deel van de swaps die onderwijsinstellingen bezitten.

De instelling kan ook besluiten een lening met een vaste rente aan te gaan. In de praktijk is dit echter bij veel banken moeilijk of zelfs onmogelijk. Een lening met vaste rente is bij de schatkist⁹ wel mogelijk. Heeft een instelling een lening met variabele rente en derivaat en wil zij een lening met vaste rente aangaan, dan zal zij in de praktijk eerst haar derivaat af moeten stoten.

5.2 Matching

Met *matching* wordt bedoeld de mate waarin de renteswap aansluit bij de financiering die is aangetrokken voor een investering. Als er geen direct verband bestaat met de lening is er sprake van een *ineffectieve hedge*. Hierbij is niet alleen de omvang (nominale waarde) van de swap belangrijk. Ook de startdatum en de einddatum van de swap zijn heel belangrijk. De looptijd van de swap moet overeenkomen met de looptijd van de financiering om te voorkomen dat de lening met variabele rente voor een periode ongedekt is voor het renterisico. De swap is dan ineffectief en kan onnodige kosten opleveren.

In de praktijk komt het vaak voor, ook bij onderwijsinstellingen, dat een swap eerder afgesloten wordt dan het op te nemen krediet. Het risico bestaat daarbij dat het krediet vervolgens door omstandigheden uitgesteld of zelfs helemaal niet opgenomen wordt. De instelling blijft dan nog jaren zitten met een ineffectieve swap die mogelijk veel geld kost en nog steeds risico's (onderpandverplichting) met zich meebrengt.

In feite is er bij een ineffectieve swap sprake van speculeren. Een ineffectieve swap is niet in overeenstemming met de richtlijnen uit de regeling Beleggen & Belenen.

5.3 Tegenpartij

Het tegenpartijrisico betreft de vraag of de financiële partij voldoende kredietwaardig is voor de volle looptijd van de swap. Als de partij die de swap verstrekt een andere partij is dan de leninggever, en na verloop van tijd failliet zou gaan, verliest de instelling haar afdekking van het renterisico. In de praktijk zal bij de derivaten die door onderwijsinstellingen gebruikt worden, de bank altijd de tegenpartij zijn.

⁹ Bij schatkistbankieren staat het ministerie van OCW garant voor het deel van de lening boven de waarde van het onderpand.

Wat bij onderwijsinstellingen veel voorkomt is dat de leningverstrekker en de swapverstrekker dezelfde partij (bank) is. De onderwijsinstelling bindt zich dan voor de volle looptijd aan die partij. Wil men de lening eerder aflossen en eventueel overstappen naar een andere partij of naar schatkist, dan blijft de verplichting van de swap bestaan. Het aanhouden van de swap, zonder onderliggende lening, is in strijd met de richtlijnen uit de regeling Beleggen & Belenen. Het afkopen van de swap kan, afhankelijk van de omstandigheden, erg veel geld kosten.

5.4 Onderpandverplichtingen

Financiële instellingen die swaps uitgeven verlangen vaak dat in bepaalde omstandigheden van de andere partij (in dit geval de onderwijsinstelling) een onderpand geëist kan worden. Dit is de eerdergenoemde *margin call*. Het onderpand is soms een onroerend goed, maar vaker worden liquiditeiten als onderpand geëist. In de overeenkomst wordt dan vastgelegd dat de instelling, bij vooraf vastgelegde omstandigheden, verplicht wordt onmiddellijk een bepaald bedrag op een (deposito) rekening te storten als onderpand.

Deze omstandigheden kunnen specifiek per swap vastgesteld worden. Vaak hebben ze te maken met het bereiken van een bepaalde grenswaarde voor de rentestand. Maar ook worden omstandigheden als fusie of defusie en zelfs een bestuurswisseling in de overeenkomst vastgelegd.

De verplichting tot het geven van een onderpand wordt ook wel de *liquidity-trap* genoemd. Onderpanden kunnen vaak heel hoog oplopen en daarmee een aanslag zijn op de liquiditeitspositie. In theorie kunnen ze zelfs het voortbestaan van de instelling in gevaar brengen.

Financiële instellingen (banken) verstrekken swaps op basis van speciale documentatie die voldoet aan een internationale standaard. Deze standaard is het ISDA (International Swap Dealers Association) document en een bevestigingsformulier per afgesloten swap. Onderdeel van deze documentatie is de zgn. CSA (= Credit Support Annex).

In de praktijk zijn bestuurders van instellingen vaak niet op de hoogte van de exacte bepalingen in deze documentatie. Ook verwijzen de banken vaak naar algemene voorwaarden, waarbij de exacte voorwaarden voor een onderpandverplichting ergens diep in de kleine lettertjes verstopt staan en voor de onderwijsinstelling onbekend blijken te zijn.

Het risico houdt dus in dat instellingen te weinig deskundigheid in huis hebben om derivaten en de bijbehorende contractvoorwaarden op hun merites te kunnen beoordelen.

6 Conclusies en aanbevelingen

Uit het onderzoek is gebleken dat een deel van de onderwijsinstellingen gebruik maakt van derivaten voor het afdekken van rente risico's van langlopende leningen. De instellingen hebben deze derivaten afgesloten als een soort verzekering tegen stijgende rentelasten. Het op deze wijze gebruiken van derivaten is toegestaan in de regeling Beleggen & Belenen. Door de internationale economische situatie zijn de rente tarieven de afgelopen jaren flink gedaald. Hierdoor neemt de actuele waarde van het derivaat af en krijgt het in de meeste gevallen een negatieve waarde. De consequentie hiervan is dat instellingen door de lopende derivatencontracten niet kunnen profiteren van de lagere rente. Ook kunnen zij slechts moeilijk van financieel wisselen omdat de negatieve waarde van het derivaten in feite als een boetebeding functioneert.

6.1 Gebruik van derivaten

Derivaten, in de vorm van rente swaps, spelen een belangrijke rol in de langlopende financiering van grote (onroerend goed) projecten van onderwijsinstellingen. Zonder gebruik te maken van deze derivaten is het voor de onderwijsinstelling vaak niet mogelijk om een stabiel rentepatroon (vaste rente) met de bank af te spreken. Als de instelling er in zou slagen om een vaste rente af te spreken, dan zal deze rente in de huidige marktomstandigheden fors boven het niveau liggen dat met behulp van een renteswap vastgelegd kan worden. In de praktijk kan een onderwijsinstelling eigenlijk vrijwel alleen bij de schatkist terecht voor een langlopende lening met vaste rente zonder gebruik te maken van een renteswap. Renteswaps spelen dus een wezenlijke rol in de financiering van panden in het onderwijs.

6.2 Regelgeving

Het gebruik van derivaten voor het afdekken van rente risico's is toegestaan volgens de regeling Beleggen en Belenen. Wel zou de regeling uitgebreider kunnen beschrijven wat exact de voorwaarden voor het gebruik van derivaten zijn. Zo zouden margin calls in contracten verboden kunnen worden. Ook zou expliciet vastgelegd kunnen worden dat derivaten contracten pas in mogen gaan op het moment dat ook de onderliggende lening in gaat, zodat geen open posities ontstaan.

6.3 Kennis van derivaten

Zoals in het vorige hoofdstuk beschreven kunnen derivaten onder bepaalde omstandigheden risico's opleveren voor een instelling. Om deze risico's te beperken, moeten instellingen beschikken over kennis van de materie. In de praktijk lijkt deze kennis echter vaak niet in de organisatie aanwezig. De instelling steunt dan volledig op het externe advies van bank of adviseur. Het externe advies kan echter alleen op de juiste waarde worden geschat als ook materiekkennis bij de controller en bestuurder aanwezig is. Naast het uitbreiden van de kennis bij betrokkenen verdient het aanbeveling om de exacte handelwijze van het besluitvormingsproces omtrent het al dan niet toepassen van derivaten in het treasury statuut op te nemen.

6.4 Toezicht door RvT

Ook de Raad van Toezicht (RvT) moet bij het gebruik van derivaten beschikken over de nodige materiekkennis of zich goed en onpartijdig laten adviseren. Investeringsbeslissingen moeten met een duidelijke beslissingsnotitie, inclusief financieringsvoorstel, voorgelegd worden aan de RvT. Op basis hiervan moet de RvT in staat zijn om de geldstromen en de potentiële risico's te beoordelen die met de investering verbonden zijn. Daarbij moet de RvT kritisch zijn op de deskundigheid en onafhankelijkheid van de bestuurder en controller. Ook hierbij geldt dat het besluitvormingsproces en de rol van de RvT bij voorkeur duidelijk in het treasury statuut beschreven is.

Bijlage A Uitleg Derivaten

Wat zijn derivaten ?

Derivaten zijn (beleggings)instrumenten die hun waarde ontleen aan de waarde van een ander goed, zoals bij voorbeeld aandelen of olie. Het andere goed wordt in het jargon de onderliggende waarde genoemd. De voornaamste soorten derivaten zijn opties, futures, swaps en forwards. Men gebruikt derivaten om risico's te verkleinen of juist om te speculeren. Ook op rente als onderliggende waarde zijn derivaten verhandelbaar. De meest bekende derivaten zijn de renteswap, de swaption, en de cap. In de praktijk wordt bij onderwijsinstellingen vooral de renteswap (IRS= Interest Rate Swap) toegepast.

Rente swaps

De renteswap wordt in het algemeen gebruikt om renterisico's af te dekken. De renteswap is een ruiltransactie waarbij partijen de rentebetalingen gedurende de looptijd uitruilen. De hoofdsommen van de leningen worden bij een renteswap niet uitgewisseld, die zijn alleen in theorie, in de berekeningen herkenbaar. Alleen de rentes worden uitgewisseld.

Waarde

De doelstelling van een rente swap is om de variabele rente op een lening te bevriezen, zodat in feite een vaste rente ontstaat. Als de variabele rente stijgt, heeft de koper een voordeel en stijgt ook de waarde van de swap. Daalt de variabele rente onder het vastgelegde niveau, dan heeft de koper een nadeel en daalt de waarde van de swap. De actuele waarde van de swap is het totaal van alle (geschatte) toekomstige cashflows tot aan het einde van de looptijd. Als de rente een dalende trend vertoont, zal de swap dus een zeer negatieve waarde kunnen bereiken. Op dit moment geldt dit voor veel in het verleden afgesloten swaps. De waarde van de swap zal aan het eind van de looptijd per definitie nul bereiken, aangezien er dan geen toekomstige cashflows meer uitgewisseld worden.

Euribor

De Euro Interbank Offered Rate is het tarief op de geldmarkt waartegen interbancaire termijndeposito's met een vaste looptijd tot en met één jaar in eurobedragen binnen de Europese Economische en Monetaire Unie aangeboden worden door de ene primaire bank aan de andere primaire bank. Euribor-tarieven zijn beschikbaar voor 13 looptijden vanaf 1 week tot en met 12 maanden.

OTC

Swaps worden niet op een beurs verhandeld, maar worden individueel tussen partijen overeengekomen, in een zogenoemde OTC transactie (Over The Counter).

In tegenstelling tot opties kost een swap bij het aangaan van de transactie geen premie; de waarde van beide elementen (het vaste rente deel en het variabele rente deel) zijn op het ruilmoment precies hetzelfde. Swaps worden gebruikt als men de karakteristiek van de onderliggende waarde, de rente, wil wijzigen.

Swaption

Dit is een optie op een swap. Als de instelling een swaption koopt is zij vrij om te kiezen of zij in de toekomst (gedurende de optie periode) de swap aangaat. Daar dient zij een premie voor te betalen. Als de rente lager is zal de (payers) swaption niet worden uitgevoerd, en kan tegen een lagere vaste rente een swap worden aangegaan.

Cap

Dit is een instrument waarmee het renteniveau niet op een vaste waarde begrensd wordt, maar op een plafond kan worden begrensd. De instelling heeft een langlopende lening met een variabele (Euribor) rente, en wil het risico afdekken dat die variabele rente boven een bepaalde grens uitstijgt. Zij koopt een cap, wat een serie van callopties is op die Euribor rente, en zij krijgt het meerdere uitgekeerd als de Euribor rente uitstijgt boven het afgesproken niveau. De rentekosten worden nooit hoger dan het cap-niveau. De instelling betaalt daar een optiepremie voor.

Bijlage B Derivaten bezit mbo instellingen

Overzicht van alle instellingen in het middelbaar beroepsonderwijs met details over het derivaten bezit:

BVG	BVG_naam	Derivaten	Nominaal	Dagwaarde	Ineffectief	Margin call	Balanstotaal	% Balans
31107	ROC West Brabant	Ja	59.000.000	-10.054.009		Ja	246.525.000	23,9%
31108	AOC Terra	Ja	16.200.000	-1.476.000	Ja	Nee	58.936.747	27,5%
31121	Vak Grafisch Lyceum Utrecht	Ja	390.000	-224.221		Nee	14.646.400	2,7%
31127	Vak STC	Ja	26.546.142	-4.246.949		Nee	90.143.761	29,4%
31142	AOC Helicon Opleidingen	Ja	12.191.587	-1.721.296		Nee	64.200.972	19,0%
31150	ROC ROC Ter Aa	Ja	3.267.218	-868.272		Nee	22.194.325	14,7%
31222	ROC ROC Zadkine	Ja	12.249.000	-4.400.000		Nee	108.255.000	11,3%
40287	ROC ROC Amarantis	Ja	47.970.580	-7.522.691		Nee	128.818.000	37,2%
40290	ROC ROC Albada College	Ja	14.179.316	-2.177.224		Nee	126.873.000	11,2%
40392	ROC ROC Graafschap College	Ja	9.000.000	-1.950.703		Nee	81.164.000	11,1%
40597	ROC ROC Midden Nederland	Ja	3.780.000	-2.995.259		Ja	117.548.800	3,2%
40687	AOC AOC Groenhorst College	Ja	44.988.042	-10.458.711	Ja	Nee	116.143.391	38,7%
40724	AOC Edudelta Onderwijsgroep	Ja	9.211.377	-2.000.000		Nee	36.130.971	25,5%
40800	ROC ID College	Ja	21.500.000	-2.183.500		Nee	63.466.000	33,9%
40844	ROC ROC Deltion College	Ja	85.498.493	-12.830.609		Nee	191.447.762	44,7%
40855	ROC ROC Leiden	Ja	17.950.000	-1.718.004	Ja	Nee	136.945.279	13,1%
41151	ROC ROC Aventus	Ja	45.199.999	-4.333.515		Ja	129.367.618	34,9%
41599	ROC SG De Rooi Pannen	Ja	24.735.000	-1.320.000		Nee	83.148.238	29,7%
41769	ROC Hoornbeek College	Ja	11.525.000	-1.306.724		Nee	46.410.652	24,8%
41894	Vak Leidse Instr makers School	Ja	895.127	-40.829		Nee	3.062.292	29,2%
68056	Vak CIBAP	Ja	748.744	-64.511		Nee	14.567.320	5,1%
30932	ROC ROC Friese poort	Nee					117.881.825	
31069	ROC ROC Koning Willem I	Nee					60.920.453	
31087	ROC Stichting Onderwijsgrp Tilburg (ROC Midden Brabant)	Nee					89.683.236	
31109	ROC ROC Alfa College	Nee					75.747.978	
31126	AOC Stichting AOC Friesland	Nee					23.208.397	
31137	AOC Lentiz	Nee					60.418.581	
34386	Vak SOMA College	Nee					9.651.900	
40097	AOC AOC De Groene Welle	Nee					16.620.829	
40175	ROC ROC Kop van Noord-Holland	Nee					23.163.343	
40190	ROC ROC Rivor	Nee					20.853.945	
40295	ROC ROC Friesland College	Nee					77.429.804	
40320	Vak Berechja College	Nee					7.628.307	
40346	ROC ROC Westerschelde	Nee					13.823.865	
40501	AOC Citaverde College	Nee					28.134.250	
40673	AOC Clusius College	Nee					51.395.438	
40737	Vak Hout- en Meubileringscollege	Nee					20.592.072	
40768	ROC ROC Leeuwenborgh	Nee					55.399.403	
40771	ROC ROC Da Vinci College	Nee					68.694.000	
40805	ROC ROC Flevoland	Nee					39.529.400	
40810	ROC Landstede	Nee					144.738.332	
40833	ROC ROC van Amsterdam	Nee					287.884.000	
40838	ROC Noorderpoort	Nee					141.805.075	
40840	ROC ROC Rijn IJssel College	Nee					84.920.804	
40852	ROC ROC Nijmegen eo.	Nee					119.849.000	
40854	ROC ROC Eindhoven	Nee					111.448.000	
40864	ROC ROC Zaanstreek-Waterland	Nee					28.569.045	
40867	ROC ROC Nova College	Nee					68.027.059	
40870	ROC ROC Zeeland	Nee					74.968.583	
40872	ROC ROC Drenthe College	Nee					44.890.300	
40875	ROC ROC Arcus College	Nee					90.554.571	
40877	ROC ROC Horizon College	Nee					96.242.749	
40878	ROC ROC Gilde Opleidingen	Nee					83.772.926	
40979	AOC AOC Oost	Nee					69.648.182	
41100	AOC Wellantcollege	Nee					117.316.441	
41171	ROC ROC Mondriaan	Nee					200.719.594	
41300	ROC ROC Onderwijsgroep A12	Nee					92.259.800	
41462	ROC ROC van Twente	Nee					181.174.000	
41600	ROC ROC de Leijgraaf	Nee					46.193.279	
41789	ROC ROC Menso Alting (gereformeerd)	Nee					12.269.000	
41882	Vak SintLucas-de Eindhovense School	Nee					40.086.185	
67107	Vak Media College Amsterdam	Nee					22.620.328	
67237	Vak Grafisch Lyceum Rotterdam	Nee					47.827.621	
67991	Vak SGM Nimeto	Nee					10.527.165	
68095	Vak SVO Opleiding voor de Vleessector	Nee					11.227.293	

Bijlage C Derivaten bezit ho instellingen

Overzicht van alle instellingen in het hoger onderwijs met details over het derivaten bezit:

BVG		BVG_naam	Derivaten	Nominaal	Dagwaarde	Ineffectief	Margin call	Balans totaal	% Balans
41350	HBO	Hogeschool INHOLLAND	Ja	60.000.000	-2.478.381		Nee	265.787.000	22,6
41517	HBO	Windesheim	Ja	55.000.000	-18.554.309		Nee	176.148.000	31,2
30299	HBO	Hogeschool Rotterdam	Ja	26.800.000	-1.299.190		Nee	174.738.000	15,3
30163	HBO	Hogeschool Leiden	Ja	22.800.000	-6.200.000		Nee	76.861.000	29,7
30156	HBO	Hogeschool Leeuwarden	Ja	18.000.000	-2.994.161		Ja	123.440.000	14,6
30780	HBO	Stichting Saxion	Ja	12.014.000	-270.689		Nee	194.297.000	6,2
60802	HBO	Design Academy Eindhoven	Ja	9.750.000	-2.602.006		Nee	17.962.000	54,3
41292	HBO	Stichting Artez	Ja	6.666.600	-834.000		Ja	40.045.100	16,6
28901	HBO	HS vd Kunsten Utrecht	Ja	3.624.568	-529.885		Nee	40.569.868	8,9
72230	HBO	Marnix Acad. Utrecht	Ja	2.500.000	-326.610		Nee	11.267.000	22,2
30205	HBO	Geref. Hogeschool Zwolle	Ja	1.122.000	-92.105		Nee	6.990.000	16,1
24832	HBO	Stg Hogeschool V Muziek En Theater Rotterdam	Nee					28.276.156	
29615	HBO	Ver. Gerrit Rietveld Academie	Nee						
30041	HBO	Kath. PABO Zwolle	Nee					11.700.475	
30183	HBO	Stichting Hogeschool Brabant	Nee					222.314.000	
30246	HBO	Stichting Hogeschool Zeeland	Nee					43.120.080	
30274	HBO	College van Bestuur A'damse Hogesch. vd Kunsten	Nee						
30327	HBO	Stg vd PC en RK Lerarenopl vh BSO in N-Holland	Nee					22.941.500	
30332	HBO	Nat HS voor Toerisme Verkeer Planologie Rekreatie & Vervoer	Nee					47.072.000	
30923	HBO	Stichting Hogeschool der Kunsten Den Haag	Nee					26.577.876	
40169	HBO	Hanze Hogeschool Groningen	Nee					148.089.000	
40235	HBO	Christelijke Hogeschool Ede	Nee					27.780.800	
40331	HBO	Stichting Hogeschool van Amsterdam	Nee					451.700.000	
40516	HBO	Stichting Hogeschool Utrecht	Nee					251.361.000	
40555	HBO	College van Bestuur Fontys Hogescholen	Nee					239.586.000	
40781	HBO	Stg v Chr HO op Reform. Grondslag De Driestar	Nee					23.771.589	
40846	HBO	St. Kath. opl. v. Onderwijsgevendens NO-Nederland	Nee					9.790.000	
41128	HBO	Stichting Hoger Beroeps-Ond Limburg/Maastricht	Nee					117.033.000	
41378	HBO	Stichting Hoger Beroepsonderwijs Haaglanden	Nee					183.971.000	
41618	HBO	Stichting IJsselgroep Iselinge Hogeschool	Nee					4.144.361	
42539	HBO	Stichting Stenden Hogeschool	Nee					78.878.000	
50338	HBO	Stichting De Kempel	Nee					16.542.000	
60763	HBO	Stichting Hotelschool Den Haag	Nee					14.985.000	
72243	HBO	Stichting Gelderse Hogescholen	Nee					228.163.000	
76221	HBO	St. Vrije Pedac	Nee					3.146.275	
22222	WO	Universiteit van A'dam	Ja	225.000.000	-44.005.445	Ja	Nee	659.543.000	34,1
75792	WO	Vrije Universiteit	Ja	150.000.000	-79.508.987		Nee	467.700.000	32,1
13	WO	Universiteit Twente	Ja	95.000.000	-14.207.226		Nee	488.300.000	19,5
12	WO	TU Eindhoven	Ja	70.000.000	-31.404.399		Ja	287.200.000	24,4
9	WO	Universiteit Utrecht	Ja	39.900.000	-2.444.708		Nee	744.728.000	5,4
39	WO	Universiteit Leiden	Ja	27.000.000	-5.179.537	Ja	Nee	413.800.000	6,5
14	WO	Wageningen University	Ja	17.000.000	-2.700.000	Ja	Nee	367.607.000	4,6
11	WO	Technische Universiteit Delft	Ja	3.487.500	-398.848		Nee	602.425.000	0,6
8	WO	Rijks Universiteit Groningen	Nee					666.189.100	
10	WO	Erasmus Universiteit te Rotterdam	Nee					354.200.000	
20045	WO	Th HS der Geref Kerken in Nederland	Nee						
20280	WO	Universiteit Maastricht	Nee					334.154.000	
30287	WO	Stg Theol. Hogeschool der Chr-Geref Kerken in Nederland	Nee					4.523.767	
30720	WO	Open Universiteit	Nee					35.001.000	
30816	WO	Stg Universiteit voor Humanistiek	Nee						
39800	WO	Stg vd Fin Verz vd Opt tot den Dienst Des Woords	Nee					1.937.921	
75571	WO	Katholieke Universiteit Brabant	Nee					268.583.561	
75805	WO	Katholieke Universiteit Nijmegen	Nee					456.947.000	

