

# **Spaar- en beleggingstegoeden bij woningcorporaties**

**Naarden, 18 december 2008**

## **Inhoud**

- 1 Samenvatting
- 2 Inleiding
- 3 Beoordelingskader
- 4 Algemeen beeld
- 5 Spaarrekeningen, deposito's en andere spaarvormen
- 6 Obligaties
- 7 Beleggingen binnen de sector
- 8 Overige beleggingen
- 9 Financiële derivaten

## 1 Samenvatting

Op verzoek van het ministerie van VROM is het Centraal Fonds via een enquête bij de corporaties nagegaan of er sprake is van verliezen door spaartegoeden bij IJslandse banken. Aanleiding daarvoor was een viertal vragen van twee leden van de Tweede Kamer of woningcorporaties geld geleend hebben onder borg van het Waarborgfonds Sociale Woningbouw om dit vervolgens uit te zetten op een spaarrekening in IJsland, om hoeveel het zou gaan en of het toegestaan is. Het antwoord op het eerste deel is niet te geven en om die reden is het onderzoek breder getrokken in de vraagstelling: in welke mate is sprake van risico's bij corporaties ten aanzien van hun spaar- en beleggingstegoeden? De response van het onderzoek is 100%. Volgens de opgave van de corporaties is, behalve een al bekend geval, geen sprake van spaartegoeden bij IJslandse banken. In de enquête is ook gevraagd naar beleggingen en derivaten. Het onderzoek betreft een inventarisatie naar de mate van risico's die corporaties lopen bij hun spaar- en beleggingstegoeden.

Corporaties zijn in het algemeen zeer risicomijdend ten aanzien van hun uitgezette spaar- en beleggingstegoeden. Bijna 49% van de corporaties geeft aan geen spaar- of beleggingstegoeden aan te houden. Dit impliceert dat bijna de helft van de corporaties overtollige liquiditeiten op een rekening courant faciliteit laat staan. Van de corporaties heeft 43% alleen spaar- en beleggingstegoeden bij Nederlandse instellingen met een hoge kredietwaardigheid-beoordeling. Deze corporaties kunnen als zeer risicomijdend worden gezien. Bijna 6% van de corporaties kan daarnaast, gegeven hun bancaire relaties elders, ten aanzien van hun spaar- en beleggingstegoeden als risicomijdend worden beoordeeld.

Slechts bij 2,5% van de corporaties is in principe sprake van niet risicomijdende beleggingen die materieel zijn in omvang. Bij deze corporaties bedragen de niet risicomijdende beleggingen minimaal 10% van het totaal beleggingsvolume op corporatieniveau.

Ook naar de omvang van de beleggingen gemeten kunnen corporaties in het algemeen als zeer risicomijdend worden geclassificeerd. Van het totale beleggingsvolume is 2,7% niet risicomijdend belegd. In tabel 1 is per categorie de omvang van de beleggingen naar risicogradatie weergegeven.

Tabel 1: Beleggingen naar mate van risico corporatiecategorie, in € mln.

Corporatie	Aantal corporaties	aard belegging			totaal belegging
		zeer risicomijdend	risicomijdend	niet risicomijdend	
Zeer risicomijdend	191	1.507,5	0,0	0,0	1.507,5
Risicomijdend	25	472,1	100,0	2,2	574,3
Niet risicomijdend	11	201,6	18,6	60,6	280,9
Geen spaar- of beleggingstegoeden	216	0,0	0,0	0,0	0,0
Totaal	443	2.181,2	118,6	62,8	2.362,7

### *Spaarvormen*

Binnen de totale spaar- en beleggingstegoeden vormen de spaartegoeden de grootste beleggingscategorie: 207 corporaties (46,7%) geven aan spaartegoeden te hebben. Slechts bij één corporatie is sprake van een niet risicomijdend spaartegoed. Het betreft een deposito van € 1,5 miljoen bij de IJslandse bank Landesbanki. De overige corporaties hebben alleen risicomijdende tot zeer risicomijdende spaartegoeden. Het aantal corporaties dat in obligaties belegt, is beperkt. 25 corporaties (5,6%) geven belegging in obligaties op. Bij één corporatie is sprake van een niet risicomijdende belegging in obligaties. In tabel 2 is de totale omvang van de spaartegoeden en obligatiebeleggingen naar mate van risicomijdendheid weergegeven.

Tabel 2: Spaartegoeden en obligatiebeleggingen naar mate van risicomijdendheid, in € mln.

Aard spaartegoed	Omvang spaartegoeden	Omvang obligatiebeleggingen
Zeer risicomijdend	1.358,3	513,6
Risicomijdend	57,4	61,2
Niet risicomijdend	1,5	2,7
Totaal	1.417,2	577,5

### *Sectorbeleggingen en overige beleggingen*

De beleggingen buiten spaartegoeden en obligaties bestaan uit sectorbeleggingen en overige beleggingen. Sectorbeleggingen zijn collegiale financieringen en participaties in sectorinstellingen.

Deze beleggingen zijn naar hun aard zeer risicomijdend. Vanuit de sector wordt dergelijke collegiale steun aangemoedigd als uiting van onderlinge solidariteit.

49 corporaties geven aan dat zij beleggingen binnen de sector aanhouden. De genoemde overige beleggingen zijn beleggingen in aandelen en aandelen/mixfondsen. Deze beleggingen zijn niet risicomijdend. In totaal zijn er 21 corporaties met overige beleggingen. In tabel 3 is de omvang van de sectorbeleggingen en overige beleggingen weergegeven.

Tabel 3: Omvang van de sectorbeleggingen en overige beleggingen, in € mln.

Aard belegging	Omvang sectorbeleggingen	Omvang overige beleggingen
Zeer risicomijdend	308,6	0
Risicomijdend	0,0	0
Niet risicomijdend	0,0	58,6
Totaal	308,6	58,6

Het peilmoment van het onderzoek is medio oktober 2008. Gegeven de ontwikkeling van de koersen van aandelen en aandelenfondsen is een verlies ten opzichte van de balansdatum per eind 2007 van circa 50% denkbaar. Dit vermoedelijke verlies is groter dan de gevolgen van de IJsland-crisis. Het Centraal Fonds is van opvatting dat deze beleggingsvorm in principe niet past in het kader van prudent beheer van maatschappelijk gebonden vermogen. Het Fonds heeft in voorkomende gevallen sterk aangedrongen op afbouw van dergelijke beleggingsposities.

## 2 Inleiding

### *Aanleiding Onderzoek*

Particuliere spaarders en overheden werden in de tweede helft van 2008 in de kredietcrisis onder meer getroffen doordat hun spaartegoeden op een IJslandse bank niet veilig bleken. Vanuit de Tweede Kamer zijn vragen gesteld aan de minister voor Wonen, Wijken en Integratie of ook bij corporaties sprake is van onveilige tegoeden op IJslandse banken.<sup>1</sup> Om deze vraag te kunnen beantwoorden heeft de minister het Centraal Fonds gevraagd een inventarisatie te doen naar uitgezette spaartegoeden en beleggingen bij woningcorporaties. In dit rapport wordt verslag gedaan van deze inventarisatie.

### *Onderzoeksopzet*

De centrale vraag bij dit onderzoek is: In welke mate is sprake van risico's bij corporaties ten aanzien van hun spaar- en beleggingstegoeden? Om deze vraag te kunnen beantwoorden heeft het Centraal Fonds een vragenlijst bij alle corporaties in Nederland uitgezet. De vragenlijst gaat in op de veiligheid van spaar- en beleggingstegoeden. Corporaties hebben opgeven bij welke partijen zij diverse spaar- en beleggingstegoeden hebben uitgezet. De vragenlijst is als bijlage 1 in dit rapport opgenomen. De kredietbeoordeling (credit rating) van deze partijen en de aard van de belegging bepalen het risicoprofiel van de bijbehorende belegging.

Ten aanzien van beleggingen is onderscheid gemaakt tussen vier verschillende soorten beleggingen:

- Spaartegoeden in de vorm van spaarrekeningen, termijndeposito's en overige spaarvormen;
- Beleggingen in obligaties;
- Leningen aan collega-corporaties en participaties in sectorale instellingen;
- Overige beleggingen, zoals beleggingen in aandelen, aandelenfondsen en mixfondsen.

Daarnaast is geïnventariseerd of corporaties gebruik maken van derivaten zoals SWAPS, caps, floors en collars. Met deze derivaten worden renterisico's via contracten met financiële instellingen afgedekt.

### *Opzet rapportage*

Op basis van de door de corporaties aangeleverde informatie kan bepaald worden welke mate van risicomijdendheid de corporatie betracht ten aanzien van haar uitgezette spaar- en beleggingstegoeden. Het beoordelingskader hiervoor wordt in paragraaf 3 uiteengezet. In paragraaf 4 wordt het totaalbeeld geschetst uitgaande van de vier voornoemde soorten beleggingen. Vervolgens wordt in paragraaf 5 ingegaan op de risicopositie ten aanzien van spaarrekeningen en deposito's. Hierbij wordt gekeken naar de feitelijke situatie en of daarbij de intern geformuleerde eisen ten aanzien van de kredietwaardigheid van de betrokken partij worden nageleefd. Aansluitend zal in paragraaf 6 eenzelfde analyse gemaakt worden voor beleggingen in obligaties. Paragraaf 7 gaat in op de uitgezette gelden binnen de sector zelf. In paragraaf 8 wordt de situatie bij corporaties ten aanzien van beleggingen in aandelen en soortgelijke beleggingen gezien. Ten slotte zal in paragraaf 9 worden ingegaan op eventuele waarderisico's bij het gebruik van derivaten.

<sup>1</sup> Zie handelingen Tweede Kamer 2008-2009, Aanhangsel handelingen nr. 395 22 oktober 2008

De rapportage is gebaseerd op een vragenlijst die bij 443 corporaties is uitgezet. Alle 443 corporaties hebben deze vragenlijst ingevuld teruggezonden (100%-score). De resultaten in deze rapportage zijn gebaseerd op de via de vragenlijst door de corporatie geleverde gegevens. De bestuurders van de corporatie dan wel hun gemachtigden hebben het enquêteformulier ondertekend.

### 3 Beoordelingskader

De beoordeling of een corporatie in meer of mindere mate risicomijdend is ten aanzien van haar uitgezette spaar- en beleggingstegoeden, hangt af van een aantal factoren:

- **De aard van de belegging.** Spaarvormen als deposito's en spaarrekeningen en beleggingen in obligaties kunnen in principe als risicomijdend worden beschouwd. Overige beleggingen zoals aandelen, beleggingsfondsen met verschillende aandelen en mix beleggingsfondsen met zowel aandelen als obligaties, worden in principe als niet risicomijdend beschouwd.
- **De kredietwaardigheid van de partij waarbij een spaar- en/of beleggingsvorm is aangehouden.** Afhankelijk van de credit rating van de instellingen kan een uitspraak worden gedaan over de mate van risicomijdendheid van de belegging. Deze credit rating geldt vooral bij spaarvormen en beleggingen in obligaties. De overige beleggingen worden, ongeacht de credit rating van de betrokken partijen, in principe als niet risicomijdend beschouwd.
- **Land van vestiging van de partij waarbij een spaar- en/of beleggingstegoed is aangehouden.** In principe wordt een partij met een vestiging in Nederland, die onder toezicht staat van De Nederlandsche Bank, als meer risicomijdend beschouwd dan overige partijen. Ten aanzien van het principiële onderscheid tussen risicomijdend en niet risicomijdend worden buitenlandse instellingen, gevestigd in de overige lidstaten van de Europese Unie en de Verenigde Staten, hetzelfde beoordeeld als Nederlandse instellingen. Beleggingen bij instellingen buiten de Europese Unie, de Verenigde Staten en Japan worden, bij eenzelfde credit rating, wel als risicovoller beschouwd. Deze beleggingen zijn in de inventarisatie niet naar voren gekomen.

Bij het gebruik van de beoordeling van de kredietwaardigheid is zoveel mogelijk geprobeerd deze te standaardiseren tot één methode. In principe zijn er drie kredietbeoordelaars met elk een eigen beoordeling, die uiteraard wel vergelijkbaar zijn. In dit onderzoek is het credit rating systeem van Standard en Poor's aangehouden. Daar waar corporaties credit ratings van Moody's en Fitch hebben opgegeven zijn deze vertaald naar een vergelijkbare waardering van Standard and Poor's (S&P). Voor de mate van risicomijdendheid van een spaar- en/of beleggingstegoed gelden in deze rapportage drie gradaties:

- **Zeer risicomijdend.** De belegging in vastrentende waarden betreft alleen spaarvormen en beleggingen in obligaties bij instellingen met een vestiging in Nederland, die onder toezicht staan van de Nederlandsche Bank. De minimale credit rating volgens S&P per 15 oktober 2008 van deze instellingen is AA. Daarnaast worden ook de sectorale beleggingen in vastrentende waarden vanwege hun bijzondere karakter, tot de zeer risicomijdende beleggingen gerekend.
- **Risicomijdend.** De belegging betreft alleen spaarvormen en beleggingen in obligaties. Het betreft hier spaartegoeden en obligatieleningen bij instellingen in de rest van de EU en de Verenigde Staten met een minimale credit rating volgens S&P per 15 oktober van A. Het betreft hier ook spaartegoeden en obligatieleningen bij instellingen in Nederland met een credit rating (S&P) per 15 oktober 2008 van A.
- **Niet risicomijdend.** De belegging betreft spaarvormen en beleggingen in obligaties bij instellingen met een credit rating volgens S&P per 15 oktober 2008 lager dan A, dan wel een onbekende rating, ongeacht het land van vestiging. Niet risicomijdend zijn ook de overige beleggingen zoals aandelen, aandelenmixfondsen en mixfondsen. Fondsen met slechts verschillende onderliggende obligaties worden niet als overige beleggingen gezien. Deze vormen worden gelijk gesteld aan 'gewone obligatie' leningen. De mate van risicomijdendheid hangt af van de credit rating van de onderliggende obligaties.

Indien een belegging als risicomijdend dan wel niet risicomijdend wordt beschouwd, wordt gezien of de belegging past binnen de intern geformuleerde eisen ten aanzien van deze beleggingen. Hiermee wordt gezien of naast het risicoprofiel van de belegging zelf, er risico's bestaan dat corporaties de eigen geformuleerde risicogrenzen overschrijden.

In eerdere onderzoeken van het Centraal Fonds naar het beleggings- en treasurybeleid<sup>2</sup> is bij de beoordeling altijd een onderscheid gemaakt tussen risicomijdende beleggingen en niet risicomijdende beleggingen. In deze eerdere onderzoeken is sprake van een risicomijdende belegging indien sprake is van een belegging in een vastrentende waarde (spaartegoed en/of obligaties) in euro's uitgezet bij een instelling met een AA rating. Overige beleggingsvormen zijn niet risicomijdend.

In deze inventarisatie wordt een lagere rating eis gehanteerd voor het onderscheid tussen risicomijdend en niet risicomijdend. De reden hiervoor is dat spaartegoeden dan wel beleggingen in obligaties bij instellingen met een A rating (zoals in Nederland de SNS bank) niet direct als risicovol worden gezien.

<sup>2</sup> Zie bijvoorbeeld het CFV rapport Treasury bij woningcorporaties, februari 2002

Deze keuze wordt bevestigd door externe partijen die gespecialiseerd zijn op het gebied van treasury. Wel blijft overeind staan dat een belegging bij partijen met een A rating minder risicomijndend zijn dan beleggingen bij partijen met een hogere rating.

Eén van de redenen voor deze mindere mate van risicomijndendheid ligt in het feit dat bij een neerwaartse bijstelling van de A rating van betreffende instelling direct sprake is van een niet risicomijndende belegging. Dit kan een probleem vormen indien de corporatie in het contract met de instelling niet heeft opgenomen dat de belegging direct opeisbaar is bij een dergelijke credit rating aanpassing.

In deze rapportage worden de drie gradaties zeer risicomijndend, risicomijndend en niet risicomijndend gehanteerd. Daarnaast wordt geïnventariseerd of corporaties een opeis clause in hun beleggingscontracten hebben opgenomen in het geval van een neerwaartse bijstelling van de rating van de partij waarbij belegd wordt.

#### 4 Algemeen beeld

Corporaties zijn over het algemeen zeer risicomijndend ten aanzien van hun spaar- en beleggingstegoeden. In tabel 4 is de verdeling van het aantal corporaties naar mate van risicomijndendheid op totaalniveau weergegeven:

Tabel 4: Mate van risicomijndendheid bij uitgezette spaar- en beleggingstegoeden

Corporatie	Aantal corporaties	Percentage corporaties
Zeer risicomijndend	191	43,1%
Risicomijndend	25	5,6%
Niet risicomijndend	11	2,5%
Geen spaar- en beleggingstegoeden	216	48,8%
Totaal	443	100,0%

Als naar de aard van de belegging en de kredietwaardigheid van de tegenpartij wordt gekeken, zijn 191 corporaties als zeer risicomijndend te beschouwen. Daarnaast zijn er 25 corporaties als risicomijndend te kenschetsen. 14 van deze corporaties hebben spaartegoeden en obligatiebeleggingen bij instellingen met een A rating gevestigd in Europese Unie of de Verenigde Staten. 11 van deze risicomijndende corporaties hebben daarnaast ook overige beleggingen in bijvoorbeeld aandelen en aandelenmixfondsen. Bij deze corporaties is het aandeel van de niet risicomijndende belegging in de totale beleggingen niet materieel. In de bepaling of een corporatie als geheel niet risicomijndend is, geldt als aanvullend criterium dat 10% of meer van de totale beleggingen niet risicomijndend is. Hiermee wordt voorkomen dat corporaties die een zeer geringe som geld niet risicomijndend hebben belegd, totaal als niet risicomijndend worden geklassificeerd.

Bij 11 corporaties is sprake van niet risicomijndende spaar- en/of beleggingsvormen die meer dan 10% uitmaken van het totale beleggingsvolume op corporatieniveau. Hierbij zit één corporatie met een deposito van € 1,5 miljoen op de IJslandse bank Landesbanki. Bij tien corporaties is sprake van materiële overige beleggingen in bijvoorbeeld aandelen en aandelenmixfondsen. In tabel 5 is per corporatiecategorie de omvang van de belegging naar risicogradatie weergegeven.

Tabel 5: Belegging naar mate van risico corporatiecategorie, in € mln.

Corporatie	Aantal corporaties	aard belegging			totaal belegging
		zeer risicomijndend	risicomijndend	niet risicomijndend	
Zeer risicomijndend	191	1.507,5	0,0	0,0	1.507,5
Risicomijndend	25	472,1	100,0	2,2	574,3
Niet risicomijndend	11	201,6	18,6	60,6	280,9
Totaal	227	2.181,2	118,6	62,8	2.362,7

Bij de niet risicomijndende corporaties wordt 21,6% van de door hen belegde gelden niet risicomijndend belegd. Van de totale belegging binnen deze groep wordt nog altijd 71,8% zeer risicomijndend belegd. Bij de risicomijndende corporaties wordt 82,2% van de totale belegging zeer risicomijndend belegd. Het aandeel van de niet risicomijndende beleggingen in het totale spaar- en beleggingsvolume bedraagt 2,7%.

Aan alle corporaties is gevraagd of zij in de treasuryregels hebben opgenomen dat in het contract met een beleggingspartij de clause staat dat de belegging opeisbaar wordt bij een neerwaartse bijstelling van de rating van de betrokken partij. Van de 443 corporaties gaven 26 corporaties aan daadwerkelijk deze eis te stellen bij het aangaan van beleggingen. Een dergelijke eis draagt bij aan een actief risicomijdend treasurybeheer.

## 5 Spaarrekeningen, deposito's en overige spaarvormen

Naar omvang van de uitgezette gelden gemeten, vormen de relatief veilige spaarvormen bij corporaties de grootste beleggingscategorie. Volgens de opgaven van de corporaties zijn er veel meer corporaties met spaartegoeden dan corporaties met obligatiebeleggingen en/of overige beleggingen. 207 corporaties geven aan dat zij spaartegoeden hebben zoals spaarrekeningen en deposito's. In tabel 6 is de verdeling van de corporaties met diverse spaartegoeden naar mate van risicomijdendheid weergegeven.

Tabel 6: Aantal en percentage corporaties met spaartegoeden naar mate van risicomijdendheid

Corporatie	Aantal corporaties	Percentage corporaties
Zeër risicomijdend	191	43,1%
Risicomijdend	15	3,4%
Niet risicomijdend	1	0,2%
Geen spaartegoeden	236	53,3%
Totaal	443	100,0%

Opvallend is dat ruim de helft van de corporaties aangeeft geen spaartegoeden op spaarrekeningen en deposito's aan te houden. Dit zou betekenen dat deze corporaties overtollige liquide middelen op een rekening courant hebben geparkeerd. Als nuancering geldt ook hier dat bijvoorbeeld risicomijdende corporaties ook zeer risicomijdende spaartegoeden bezitten. In tabel 7 is per corporatiecategorie de omvang van de spaartegoeden belegging naar risicogradatie weergegeven.

Tabel 7: Verdeling uitgezette spaartegoeden naar aard en mate van risicomijdendheid, in € mln.

Corporatie	Aantal corporaties	aard spaartegoed			totaal belegging
		zeër risicomijdend	risicomijdend	niet risicomijdend	
Zeër risicomijdend	191	1.335,9	0,0	0,0	1.335,9
Risicomijdend	15	22,4	55,4	0,0	77,8
Niet risicomijdend	1	0,0	2,0	1,5	3,5
Totaal	207	1.358,3	57,4	1,5	1.417,2

Ook naar de omvang van de uitgezette spaartegoeden gemeten, blijkt dat bijna alle tegoeden als zeer risicomijdend dan wel risicomijdend kunnen worden beoordeeld. De belegging in niet risicomijdende spaartegoeden bedraagt 0,1%. Bij de 15 corporaties die spaartegoeden hebben met een risicomijdend karakter, is een groot deel uitgezet bij Nederlandse instellingen met een A rating. Vooral deposito's bij SNS bank worden veel genoemd. In tabel 8 is de omvang van de verschillende uitgezette deposito's weergegeven naar credit rating van de instelling en land van vestiging.

Tabel 8: Verdeling risicomijdende deposito's naar credit rating en land van vestiging, in € mln.

Credit rating	Land van vestiging	Omvang tegoed
AA	EU excl. NL	2,0
A	NL	51,4
A	EU excl. NL,	4,0
Totaal		57,4

Bij drie corporaties met deposito's bij Nederlandse instellingen met een A rating is deze belegging strijdig met de interne treasuryregels. Volgens deze regels zouden de corporaties mogen beleggen bij instellingen met een minimale AA rating. Bij geen van de 16 corporaties met spaartegoeden met een risicomijdend dan wel niet risicomijdend karakter is in de treasuryregels opgenomen dat de spaartegoeden opeisbaar zijn indien de credit rating van de verbonden partij naar beneden wordt bijgesteld.

## 6 Obligaties

Het aantal corporaties dat in obligaties belegt, is beperkt. In totaal zijn er 25 corporaties met beleggingen in obligaties. In tabel 9 is de verdeling van de corporaties met beleggingen in obligaties naar mate van risicomijdendheid weergegeven.

Tabel 9: Aantal en percentage corporaties met beleggingen in obligaties naar mate van risicomijdendheid

Corporatie	Aantal corporaties	Percentage corporaties
Zeër risicomijdend	17	3,8%
Risicomijdend	7	1,6%
Niet risicomijdend	1	0,2%
Geen obligaties	418	94,4%
Totaal	443	100,0%

Evenals bij de spaartegoeden geldt bij beleggingen in obligaties dat risicomijdende corporaties ook voor een deel zeer risicomijdend beleggen. In tabel 10 is per corporatiecategorie de omvang van de belegging in obligaties naar risicogradatie weergegeven.

Tabel 10: Verdeling obligatiebeleggingen naar mate van risicomijdendheid, in € mln.

Corporatie	Aantal corporaties	aard obligatie			totaal belegging
		zeër risicomijdend	risicomijdend	niet risicomijdend	
Zeër risicomijdend	17	10,2	0,0	0,0	10,2
Risicomijdend	7	481,6	61,0	0,0	542,6
Niet risicomijdend	1	21,9	0,2	2,7	24,8
Totaal	25	513,6	61,2	2,7	577,5

De categorie niet risicomijdende obligaties betreft een obligatieportefeuille in particuliere bedrijven. De rating van deze portefeuille is onbekend. Het aandeel zeer risicomijdende beleggingen bij risicomijdende corporaties is met 88,8% van de totale obligatiebeleggingen zeer groot. Bij de niet risicomijdende corporatie wordt 10,9% van de totale belegging in obligaties niet risicomijdend belegd.

Bijna de helft van de risicomijdende obligaties bestaat uit obligaties bij Nederlandse financiële instellingen met een A rating. Bij de buitenlandse risicomijdende obligaties bestaat een zeer groot deel uit obligaties bij financiële instellingen in de overige EU lidstaten. Een zeer klein deel van de obligatiebeleggingen bestaat uit Amerikaanse bankobligaties. In tabel 11 is de omvang van de verschillende obligaties weergegeven naar rating van de instelling en land van vestiging.

Tabel 11: Verdeling risicomijdende obligatiebeleggingen naar credit rating en land van vestiging, in € mln.

Credit rating	Land van vestiging	Omvang tegoed
A	NL	30,2
A	EU excl. NL, VS	31,0
Totaal		61,2



Van de zeven corporaties met risicomijdende obligatiebeleggingen voldoen bij 6 corporaties deze obligatiebeleggingen aan de intern opgestelde treasuryregels ten aanzien van credit rating en de landen van vestiging van de betrokken partij. Bij één corporatie is sprake van een belegging in Griekse staatsobligaties (A rating) terwijl de interne regels beleggingen bij partijen met een minimale AA rating voorschrijven. De corporatie met niet risicomijdende obligaties opereert dus niet binnen de eigen vastgestelde treasuryregels. Deze corporatie zou volgens deze regels niet risicomijdend mogen beleggen en zou intern hebben moeten leiden tot signalering en nadere besluitvorming (op bestuurlijk en vermoedelijk ook toezichhoudend niveau). Bij slechts één van de acht corporaties met obligatieleningen met een risicomijdend dan wel niet risicomijdend karakter is in de treasuryregels opgenomen dat de obligatielening opeisbaar is indien de credit rating van de verbonden partij naar beneden wordt bijgesteld.

## 7 Beleggingen binnen de sector

Bij 49 corporaties is sprake van beleggingen binnen de sector. Het betreft hier leningen aan collega corporaties en participaties binnen sectorinstellingen. 19 corporaties hebben aangegeven dat zij aan collegiale financiering doen. Daarnaast hebben 32 corporaties participaties in sectorinstellingen. In tabel 12 is de omvang van de collegiale financiering en de participaties in sectorinstellingen weergegeven.

Tabel 12: verdeling beleggingen binnen de sector, in € mln.

	Omvang belegging
Collegiale financiering	251,6
Participatie sector instellingen	57,2
Totaal	308,8

Een groot gedeelte van de collegiale financiering bestaat uit (kortlopende) kasgeldleningen aan collega-corporaties. Bij de participaties in sectorinstellingen wordt het grootste deel gevormd door participaties in het Woon Investerings Fonds (WIF). Het WIF koopt woningbezit van corporaties om de liquiditeitspositie van die corporaties op korte termijn te versterken en pandt deze woningen dan geleidelijk zelf uit. Daarvoor zijn financieringsmiddelen nodig, hetzij uit de sector of daarbuiten. In tabel 13 is de verdeling binnen de participaties in sectorinstellingen weergegeven

Tabel 13: verdeling participaties in sectorinstellingen, in € mln.

Participaties in	Omvang belegging
WIF	55,4
NCCW, Woonbench en Woningnet	1,8
Totaal	57,2

## 8 Overige beleggingen

De overige beleggingen zijn in principe niet risicomijdend. Overige beleggingen bestaan uit aandelen, beleggingsfondsen met verschillende aandelen en beleggingsfondsen met zowel aandelen als obligaties. Beleggingsfondsen met alleen obligaties hebben een minder risicovol karakter. Deze worden tot de obligaties gerekend en zijn in paragraaf 5 meegenomen.

In totaal zijn er 21 corporaties met niet risicomijdende overige beleggingen. Het grootste deel van deze beleggingen betreft aandelen in Nederlandse bedrijven en beleggingen in Nederlandse aandelenfondsen en mixfondsen met diverse onderliggende aandelen en obligaties. De verdeling van deze overige beleggingen naar land van vestiging van de belegging is in tabel 14 opgenomen.

Tabel 14: Overige beleggingen naar land van vestiging belegging, in € mln.

Land van vestiging	Omvang tegoed
NL	53,3
EU excl. NL, VS	5,4
Totaal	58,6

De omvang van de tegoeden betreft de waarde per 31 december 2007. Gemiddeld genomen is sprake van een halvering van de aandelenkoersen als gevolg van de kredietcrisis. Het lijkt aannemelijk dat ook op het opgegeven volume aan overige beleggingen een aanzienlijk koersverlies is geleden.

Bij alle 21 corporaties zijn volgens de eigen interne treasuryregels deze overige beleggingen toegestaan. Ook de corporaties met buitenlandse overige beleggingen handelen binnen hun eigen opgestelde kaders.

In het verleden heeft het Centraal Fonds corporaties al gewaarschuwd voor de risico's van dergelijke beleggingen. Die waarschuwingen zijn mogelijk in enkele gevallen genegeerd dan wel is overwogen de posities te continueren om "de verliezen te beperken". De verliezen die in de loop van dit jaar zijn en worden geleden op deze beleggingen, zijn ten opzichte van de middelen van de sector verwaarloosbaar klein.

## 9 Financiële derivaten

Financiële derivaten (hierna: derivaten) nemen in deze rapportage een bijzonder positie in. Derivaten worden door corporaties in principe niet als beleggingsinstrument gebruikt maar in overgrote mate alleen toegepast om renterisico's bij financieringen af te dekken. Indien een corporatie een derivaat afsluit, kan zij naast de beoogde renteaftdekking, een waarde toekennen aan het derivaat. Afhankelijk van de marktrente en de gekozen toepassing kan een derivaat een positieve marktwaarde hebben.

Het risico bij gebruik van derivaten ligt daarin dat indien de partij waarmee een derivaat is overeengekomen in financiële moeilijkheden raakt, de waarde van het derivaat en daarmee de renteaftdekking, verloren gaat. Evenals bij spaar- en beleggingstegoeden is de mate van risicomijdendheid bij derivaten afhankelijk van de kredietwaardigheid van de tegenpartij. De omvang van de waarde van het derivaat is, in tegenstelling tot de omvang van de eerder genoemde spaar- en beleggingstegoeden, om pragmatische redenen niet in het onderzoek betrokken. Het waarderisico van derivaten is gekoppeld aan het onderliggende leningsvolume waarop het derivaat van toepassing is. De marktwaarde van een derivaat is immers gelijk aan de contante waarde van het renteververschil tussen de marktrente en de overeengekomen rente in het derivaat. Dit renteververschil is van toepassing op de onderliggende waarde van de lening. In het algemeen is het gebruik van derivaten gereguleerd binnen de spelregels van de treasurystatuten van de corporaties. Gezien de omvangrijke investeringsprogramma's van vooral de grotere corporaties is het gebruik van derivaten ingeburgerd. Het gaat naar zijn aard om risicopremies om toekomstige renterisico's in te dekken.

Uit de inventarisatie bij corporaties blijkt dat 154 van 443 corporaties gebruik maken van derivaten. Bij de beoordeling van derivaten ten aanzien van het credit rating geldt hetzelfde beoordelingskader als bij spaar- en beleggingstegoeden. De aard van het derivaat is hierbij niet relevant. De mate van risicomijdendheid bij het gebruik van derivaten wordt in deze rapportage alleen gezien vanuit de kredietwaardigheid van de betrokken partij. Er vindt daarom geen risicobeoordelingen van het derivaat zelf plaats. Op zichzelf bezien is de toepassing van derivaten – mits op een verantwoorde wijze – een blijk van professioneel treasurybeleid. In tabel 15 is de verdeling van de corporaties met derivaten naar mate van risicomijdendheid weergegeven:

Tabel 15: Aantal en percentage corporaties met derivaten naar mate van risicomijdendheid

	Aantal corporaties	Percentage corporaties
Zeer risicomijdend	139	31,4%
Risicomijdend	15	3,4%
Niet risicomijdend	0	0,0%
Geen derivaten	289	65,2%
Totaal	443	100,0%

De in deze rapportage als risicomijdend gedefinieerde derivaten blijken voor een groot deel afgesloten te zijn bij de Deutsche Bank. Deze instelling heeft een AA credit rating. De omvang van de onderliggende leningportefeuille bij de risicomijdende derivaten bedraagt bijna € 848 miljoen. De eventuele waarde van de risicomijdende derivaten zal slechts een fractie daarvan bedragen. Het waarderisico bij derivaten is hierdoor als gering te beoordelen.