

Corporaties klaar voor nieuwe bankiersaffaire

M. van der Nat

Hoogleraar Treasury Management aan de Vrije Universiteit te Amsterdam. De auteur is tevens directeur van Riskmatrix te Driebergen, plaatsvervangend kroonlid van de SER en commissaris van woningbouwvereniging Eemland Wonen. MvanderNat@riskmatrix.nl

Bij woningbouwcorporaties is een goed financieringsbeleid cruciaal om de financieringslasten, en daarmee de huren, niet onnodig te laten oplopen. De roep om binnen de sector collegiale leningen te verstrekken maakt dit moeilijk en kan zelfs vergelijkbare affaires als de Zuid-Hollandse bankiersaffaire veroorzaken. De rijksoverheid mag investeringen in de woningbouw stimuleren, maar dit mag niet ten koste gaan van een verantwoord financieel management.

De Zuid-Hollandse bankiersaffaire lijkt een tijd geleden. Toch speelde alles zich slechts vijf jaar geleden af: in 1999. In feite kwam het er op neer dat de *treasury* van de provincie Zuid-Holland gelden aantrok tegen een gunstige rente om deze tegen een hogere rente door te sluizen naar andere partijen met een mindere kredietreputatie. Het ging goed totdat in de zomer van 1999 handelshuis Ceteco in problemen kwam en niet meer in staat bleek te zijn om zijn rente en aflossingsverplichtingen aan de provincie te voldoen (Onafhankelijke Onderzoekscommissie, 1999; Van der Nat, 2000). De opschudding was groot en het leek erop dat iedereen binnen de publieke sector het erover eens was dat onnodige riskante beleggingen voortaan zouden moeten worden voorkomen. De lagere overheden kregen te maken met de Wet Financiering Decentrale Overheden (TK, 1999-2000) en voor andere organisaties binnen de publieke sector zwengelde de Minister van Financiën de discussie over het schatkistbankieren aan (Van der Nat, 2001).

Dreiging voor woningsbouwsector

In de woningbouwsector kan de geschiedenis zich gemakkelijk herhalen. Woningbouwcorporaties worden door de overheid en anderen aangesproken op hun maatschappelijke verantwoordelijkheid. Hierdoor voelen steeds meer financieel gezonde corporaties met liquiditeitsoverschotten of financieringsruimte zich gedwongen om langlopende leningen te (gaan) verstrekken aan andere woningbouwcorporaties die een minder sterke financiële positie hebben en liquiditeiten nodig hebben om hun activiteiten te financieren. Het gaat niet zozeer om het boeken van rentewinst, maar om middelen die men toch bezit, aan te wenden om elkaar behulpzaam te zijn bij de bevordering van de volkshuisvesting. Zelfs achtergestelde leningen, waarbij men op voorhand al laat weten bij een eventuele deconfiture de andere schuldeisers voor te laten gaan, zijn bespreekbaar. Het bevorderen van de sociale woningbouw is een sympathieke doelstelling, maar neemt niet weg dat het om een vorm van risicovol beleggen gaat, die vanuit *treasury*-

oogpunt onverantwoord is. Wat dit betreft is er geen verschil tussen Ceteco en een wankel woningbouwcorporatie.

Overheid vergroot risico's

Het bijzondere is dat de overheid zich niet afvraagt of de interne en externe toezichthouders van woningbouwcorporaties zich voldoende bewust zijn van de risico's van dergelijke collegiale leningen, maar het aangaan van die leningen juist stimuleert. Sterker nog, de discussie in de Tweede Kamer gaat al tijden over de vraag of rijke woningbouwcorporaties, die onvoldoende investeren in nieuwe woningen, moeten worden gedwongen om hun zwakkere broeders, die wel de nodige investeringsplannen hebben, bij te staan. De gedachte is de woningbouwsector zo te stimuleren de productie van nieuwe woningen op het gewenste peil te brengen. Het gaat hierbij niet om kleine bedragen. Voor de sector als geheel worden bedragen om over te hevelen genoemd van vele honderden miljoenen euro's tot zelfs anderhalf miljard euro. In concrete gevallen kan het al gauw om leningen van tientallen miljoenen euro's gaan.

Twee misverstanden

Het lijkt erop dat dergelijke ideeën gebaseerd zijn op een tweetal misverstanden. Allereerst gaat men ervan uit dat er rijke corporaties zijn die middelen over hebben. Men realiseert zich niet dat corporaties met grote aantallen woningen en overeenkomstige leningenportefeuilles een behoorlijk eigen vermogen dienen te hebben om de bedrijfsrisico's te kunnen opvangen. Het aanwenden van liquiditeiten of financieringsruimte om andere corporaties te helpen, zal altijd tot een verslechtering van de vermogensverhoudingen leiden en ten koste gaan van de financiële positie.

Het tweede misverstand is dat bepaalde corporaties niet in beweging zijn te brengen om te investeren in nieuwe projecten. Er is echter geen enkele reden om aan te nemen dat hier sprake is van onwil. De oorzaken van geringe bouwvolumes dienen gezocht te worden in belemmeringen op het gebied van de ruimtelijke ordening. Mogelijk biedt de recente Nota Ruimte een eer-

ste aanzet tot een oplossing. Deze nota vormt immers een omslag van een beleid dat aangaf wat allemaal niet mocht naar een meer faciliterend beleid dat ontwikkelingen juist tracht te stimuleren.

Financiële nadelen

Wanneer een collegiale lening niet volledig wordt terugbetaald, moet het verlies door de geldgevende woningbouwcorporatie worden opgebracht. Uiteindelijk gaat dit ten koste van de huur of de dienstverlening. De woningcorporatie kan er dus niet om heen een grondige kredietanalyse te maken. Anders dan een financiële instelling heeft zij hiervoor echter geen expertise.

Hiernaast kan het verstrekken van een collegiale lening directe nadelen met zich mee brengen. Allereerst kan gedacht worden aan situaties waarin leningen uit ideële motieven verstrekt worden tegen lage, niet-marktconforme tarieven of tarieven die onvoldoende de risicopremie verdisconteren. Ook is denkbaar dat men de verstrekte liquiditeiten zelf nodig heeft en een lening moet opnemen om de verstrekte lening te kunnen blijven financieren. Het is zeker bij veranderende rentemarkten de vraag of dit financieel altijd goed uitpakt. Nog erger wordt het, wanneer een corporatie met relatief weinig liquiditeiten zich genoodzaakt zou voelen al bij het begin de eigen leencapaciteit aan te spreken om in staat te kunnen zijn een collegiale lening te verstrekken. Het verschil met de Zuid-Hollandse bankierspraktijk wordt dan wel erg klein. Kortom, vanuit financieel beheersoogpunt bezien, kan het verstrekken van collegiale leningen zeer onverstandig zijn.

Slecht ondernemen

Druk van de overheid om liquiditeiten over te hevelen, is dan ook contraproductief voor een goed financieel management. Het maakt hierbij niet uit of er daadwerkelijk maatregelen komen, of dat binnen de sector zelf oplossingen worden gezocht om dit te voorkomen. In feite komt het er op neer dat door een min of meer verplichte *matching* op het niveau van de individuele corporatie in wezen een bonus op slecht ondernemen wordt gegeven. De corporatie die het goed doet en in de loop der jaren een goede financiële structuur heeft opgebouwd, de huren op een acceptabel peil heeft gehouden, verantwoord is omgegaan met de eigen investeringen en niet te vergeten het onderhoud, wordt hiervoor als het ware gestraft.

Corporaties die door goed management een sterke financiële positie hebben opgebouwd, zullen er lang niet altijd voor voelen om direct of indirect woningbouwcorporaties te subsidiëren die om wat voor reden dan ook een zwakke positie hebben. Zelfs al zou de leiding dat willen, dan is het de vraag of dit uit te leggen is aan de huurders, die ongetwijfeld het gevoel hebben de middelen van de corporatie zelf opgebracht te hebben. Ook de interne toezichthouders zullen niet altijd enthousiast zijn.

Het is mogelijk dat corporaties de bui zien hangen en bang zijn dat zij vroeg of laat andere corporaties financieel moeten bijstaan. Het is denkbaar dat deze corporaties zich verplicht voelen om te proberen dit te voorkomen. Dit door zelf onrendabele investeringen te doen of huurverhogingen te beperken, ten einde de voordelen van de sterke financiële positie vooral aan hun eigen doelgroep ten goede te laten komen. Op zich zijn beide mogelijkheden goed verdedigbaar, maar moet worden voorkomen dat men zich hierbij laat leiden door oneigenlijke argumenten en besluiten neemt die men zonder dreigende verplichting tot *matching* niet eens zou overdenken.

Kredietwaardigheid

Een belangrijke bijkomstigheid bij dit alles is dat het verstrekken van collegiale leningen op zich al ten koste kan gaan van de van de eigen kredietreputatie en de mogelijkheden om zelf leningen voor nieuwe investeringen aan te trekken. Financiële partijen, inclusief het Waarborgfonds zelf, betrekken bij de beoordeling van de kredietwaardigheid immers ook de balansverhoudingen, die mede bepaald worden door de eerder verstrekte collegiale leningen. Dit geldt zeker wanneer deze niet zijn gegarandeerd.

In feite komt het er op neer dat door een min of meer verplichte *matching* op het niveau van de individuele corporatie in wezen een bonus op slecht ondernemen wordt gegeven.

De kredietwaardigheid van de afzonderlijke corporaties wordt niet alleen door de eigen financiële cijfers bepaald, maar ook door de kredietwaardigheid van de sector als geheel. De zogenaamde *rating agencies*, die kredietbeoordelingen afgeven waar financiële markten zich door laten leiden, kijken ook naar de structuur van de sector. In het kader van de bruteringsoperatie heeft de overheid echter eerst de corporaties als zelfstandige organisaties van zich losgemaakt en is daar later weer op teruggekomen door overhevelingen van liquiditeiten af te dwingen. Het is denkbaar dat dit overheidshandelen een negatief beeld geeft van de financiële stabiliteit in de sector. Als geldgever kan men er immers niet van op aan dat de financiële randvoorwaarden waarbinnen de woningbouwcorporaties moeten opereren een zekere continuïteit hebben. Dit kan ten koste gaan van de kredietbeoordeling en dus van de bereidheid van de financiële markten leningen tegen scherpe tarieven te verstrekken.

Schijnoplossing

Op zich kunnen *matching*constructies ontworpen worden met minder nadelen. Wanneer men de beperking in kosten en marges door de onderlinge verstrekking van leningen kan handhaven, lijken deze constructies ideaal. Ook hier geldt echter dat voor niets de zon opgaat.

De eenvoudigste oplossing is een garantieregeling, die de risico's voor de geldgevende woningbouwcoöperatie wegneemt. Voor het binnen de sector opererende Waarborgfonds Sociale Woningbouw, dat vanouds door normale financiële partijen verstrekte leningen garandeert, lijkt hier een taak weggelegd. Het Waarborgfonds garandeert de rente en aflossingen van door normale financiële partijen verstrekte leningen in situaties waarin een lening zonder garantie niet mogelijk is. Er zit echter een addertje onder het gras. Via de kosten die het Waarborgfonds in rekening brengt bij de deelnemende corporaties, wordt het vermogen van het fonds op peil gehouden en in noodsituaties wordt teruggevallen op het Rijk en de lagere overheden die als achtereenvolgende functioneren. Praktisch komt het er op neer dat de kosten en de eventuele verliezen met betrekking tot de op deze

wijze verstrekte collegiale leningen aan minder sterke woningbouwcorporaties over de sector worden omgeslagen. En als dat onvoldoende soelaas oplevert, moet de overheid bijspringen. Dit kan natuurlijk niet de bedoeling zijn. Zou het Waarborgfonds op grote schaal leningen van financieel zwakke corporaties gaan garanderen, dan zou dat onvermijdelijk tot problemen leiden. Dit zou zelfs ten koste kunnen gaan van de kredietreputatie van het Waarborgfonds zelf.

Men spreekt van het optimaal benutten binnen de sector van elkaars financieringsruimte, maar in essentie gaat het om potentiële verliesfinanciering.

Het Waarborgfonds is echter wel bereid een stap verder te gaan in situaties waarin een collegiale lening wordt gefinancierd, door een lening bij een bank of andere financiële partij op te nemen. In dat geval wordt deze lening gegarandeerd op basis van de financiële sterkte van de geldgevende woningbouwcorporatie en de risico's van de collegiale lening gezamenlijk. In het kort komt het er op neer dat het Waarborgfonds meewerkt aan een *back-to-back*-lening wanneer het haar duidelijk is dat de geldgevende (intermediaire) corporatie het eventuele verlies kan dragen. De constructie maakt het gemakkelijker om collegiale leningen te verstrekken, maar voor de geldverstrekkende corporatie lost het risicomatig niets op. Het is de vraag of iedereen zich dat realiseert. Men kan er over discussiëren of dergelijke constructies nog onder de noemer 'maatschappelijk verantwoord ondernemen' vallen, maar financieel verantwoord is het in ieder geval niet. Tot nog toe wordt er niet veel van deze constructie gebruikgemaakt, maar de druk vanuit de rijksoverheid om dit wel te gaan doen, neemt toe.

Sanering

Duidelijk is dat woningbouwcorporaties er niet goed aan doen zelf bankier te gaan spelen. Dit betekent niet dat het verstrekken van collegiale leningen nooit verantwoord kan zijn. Dat moet echter wel op een normale bedrijfseconomische afweging worden gebaseerd. De kern van het probleem is dat de druk op en binnen de sector om hier aan mee te doen veel te groot wordt. Oneigenlijke argumenten gaan dan binnen het financieel beleid van de woningbouwcorporaties een rol spelen, waarbij het op termijn zelfs denkbaar is dat het Waarborgfonds haar criteria bewust of onbewust soepeler gaat hanteren, met alle gevolgen van dien.

Een teken aan de wand zijn de in de sector levende ideeën om de externe druk te weerstaan door corporaties die gezien hun financiële positie relatief weinig investeren op de een of andere manier, bijvoorbeeld via een gedragscode, te stimuleren op andere wijze iets te doen. Zo zouden deze corporaties als achtervanger garanties kunnen afgeven voor fondsen die inspringen in situaties waarin het Waarborgfonds op grond van haar criteria niet meer behulpzaam kan zijn met het afgeven van garanties voor normale leningen. Het klinkt mooi wanneer men in dit verband spreekt van het optimaal benutten binnen de sec-

tor van elkaars financieringsruimte, maar in essentie gaat het om potentiële verliesfinanciering.

Worden volgens de overheid te weinig resultaten op het vlak van de matching bereikt, dan is ingrijpen door de overheid nog steeds denkbaar. De gedachte van rechtstreekse verevening als stok achter de deur is gezien recente uitspraken van minister Dekker in de Kamercommissie Volkshuisvesting (TK, 2003-2004) voorlopig van de baan, al is het maar omdat in haar woorden "*het niet aangaat om de corporaties voortdurend te zien als verlengstuk van de staat*". Corporaties dienen in haar visie zelfstandig als onderneming te kunnen functioneren. Het gevaar is echter niet geweken, want er hoeft maar iets te gebeuren of de gedachte om gedwongen matching toe te passen duikt weer op, terwijl de minister nog steeds de mogelijkheid openhoudt met andere instrumenten het zelfde effect te bereiken. De dreigementen zijn er dus nog steeds.

Twee problemen

Bij dit alles doet men er goed aan zich te realiseren dat er in feite twee problemen zijn, die door elkaar lopen. Allereerst is er de politieke wens tot grotere bouwvolumes te komen. Hier moet de oplossing vooral in de ruimtelijkeordeningsprocedures worden gevonden. Ook het verruimen van het werkgebied van corporaties kan behulpzaam zijn. Het tweede probleem is dat bepaalde woningbouwcorporaties financieel zwak zijn. Niet te ontkennen valt dat hier het nodige moet gebeuren. De woningbouwcorporaties zijn thans normale ondernemingen, waarvan de belangrijkste sectororganisatie, Aedes, inmiddels zelfs is aangesloten bij MKB Nederland. Ze zullen er dan ook, wat dit betreft, goed aan doen om zich als zodanig te gedragen. Een corporatie die uiteindelijk geen mogelijkheid heeft zelfstandig te opereren en haar volkshuisvestingtaken op een maatschappelijk verantwoorde manier uit te oefenen, heeft als het er op aankomt, slechts één uitweg: fuseren of overgenomen worden, goedschiks of kwaadschiks. Collegiale leningen dienen dit niet modeloos op te houden.

Conclusie

In concreto betekent dit alles dat de externe en interne druk binnen de sector zelf om woningbouwcorporaties tot matching te bewegen zo snel mogelijk van tafel moet. Normale bedrijfseconomische argumenten dienen bij het financieel management de overhand te hebben. Alleen dan worden nieuwe financiële affaires, waarbij de rekening bij een individuele corporatie, de sector of de overheid gedeponeerd wordt, voorkomen. Uiteindelijk komt dat de slagkracht van de hele sector, de huren en het bouwvolume ten goede. Het middel van gedwongen matching is uiteindelijk erger dan de kwaal. ■

Theo van der Nat

Literatuur

- Nat, M. van der. (2000), Zuid Holland een jaar na het debacle. *Provincie en Gemeente*, 16-19.
- Nat, M. van der (2001), Schatkistbankieren: een stap te ver. *ESB*, 15 juni 2001, 513-515.
- Dijk, C.P. van, M.W.M. Vos-van Gortel en Th. Quené (1999), Onafhankelijke Onderzoekscommissie Geldleningen Zuid-Holland, *Een doorboorde buidel, het leningenbeleid van de provincie Zuid-Holland*. Provinciale Uitgeverij, 's-Gravenhage.
- Nieuwe bepalingen inzake het financieringsbeleid van openbare lichamen, Wet financiering decentrale overheden*. Tweede Kamer, vergaderjaar 1999-2000, 26 906.
- Woningbouwcorporaties, Grootestedenbeleid. verslag van een algemeen overleg*, Tweede Kamer, vergaderjaar 2003-2004, 29 453 / 21 062 nr. 5.