



Onderzoek risico achtervangersrol van woningcorporaties

Gemeente Amsterdam

Capitad

Juni 2012

Inhoudsopgave

Executive Summary	3
Hoofdstuk 1: Inleiding	7
Achtergrond van de opdracht	7
Scope van de opdracht	7
Opbouw rapport	7
BOX 1: Gevolgen achtervangerspositie voor EMU-saldo	8
Hoofdstuk 2: De zekerheidsstructuur op papier	9
Inleiding	9
Hoe werkt de rol van achtervanger op papier?	9
BOX 2: CFV en WSW	9
BOX 3: Achtervang-overeenkomsten	12
Acceleratie van leningen bij liquidatie	13
BOX 4: Gevolgen voor stopzetten gemeentegarantie van het WSW?	14
Hoofdstuk 3 De achtervangerspositie van de Gemeente Amsterdam	15
Inleiding	15
<i>Directe leningen aan corporaties</i>	15
Achtervangovereenkomst van de gemeente Amsterdam	15
Onderpand	16
Stress-test van de zekerheidsstructuur	17
BOX 5: Chronologie Vestia-crisis	18
BOX 6: De Vestia-deal	19
<i>Scenario 1: Een zeer grote woningcorporatie in Nederland komt in betalingsproblemen</i>	21
<i>Scenario 2: Een aantal grote woningcorporaties in Amsterdam komen in betalingsproblemen</i>	23
<i>Scenario 3: Naast een grote landelijke corporatie gaat een Amsterdamse woningcorporatie failliet</i>	25
Conclusie	27
BOX 7: Achtervangerspositie binnen Amsterdamse treasurybeleid	27
Hoofdstuk 4 Actuele financiële positie Amsterdamse corporaties	28
Inleiding	28
Financiële positie Amsterdamse corporaties	29
Conclusie	32
Hoofdstuk 5: Risicofactoren	33
Inleiding	33
BOX 8: Recente risicoanalyses publieke sector	34
Risicoanalyse Amsterdamse corporaties	35
<i>Derivaten - liquiditeitsrisico</i>	35
BOX 9: Derivaten en bijbehorende liquiditeitsrisico's	37
<i>Rentestijging</i>	38
<i>Daling van de WOZ</i>	39
<i>Grondposities</i>	40
<i>Niet-DAEB activiteiten: Niet verkochte nieuwbouw koopwoningen</i>	41
BOX 10: Huizenverkoop onder voorwaarden	42
<i>Opvragen obligo:</i>	44
<i>Opeenstapeling van risico's</i>	44
Conclusie	45
Hoofdstuk 6 Monitoring en Interventie	47
Inleiding	47
Huidige toezichtstructuur	47
Herziening woningwet	49
Huidige informatievoorziening aan gemeente Amsterdam	50
Overwegingen bij achtervangersrol	51
Conclusie	52
Beleidsvarianten voor toezicht en achtervangersrol	52
Bronnenlijst en disclaimer	53

Executive Summary

Doel van het onderzoek

De gemeente wenst de risico's verbonden aan haar achtervangersrol in de zekerheidsstructuur voor woningcorporaties in beeld te krijgen en te beoordelen. Dit intern financieel expertise onderzoek is uitgevoerd, in opdracht van het College van B&W van Amsterdam, door de dienst Wonen Zorg & Samenleving in samenwerking met de Directie Middelen & Control. WZS heeft zich daarbij laten ondersteunen door Capitad, een financieel-strategisch adviesbureau.

Belangrijkste uitkomsten

- De voornaamste conclusie van dit onderzoek is dat de kans dat de gemeente Amsterdam als achtervanger wordt aangesproken gering is. Met behulp van een aantal scenario's wordt steeds aangegeven wat zowel de *verwachte* als de *slechtste* uitkomst van zo'n scenario is. Bij geen van de *verwachte* uitkomsten zal de gemeente Amsterdam als achtervanger worden aangesproken. In geval van de *slechtste* uitkomst hangt het af van de omvang van de schade en de vraag of het Amsterdamse corporaties betreft. Indien er een beroep wordt gedaan op de achtervang, zal Amsterdam een renteloze lening aan het WSW moeten verstrekken. De daarmee gemoeide rentederving zal dan ten laste van de gemeente komen.
- De borgingsstructuur is solide. Het juridisch raamwerk is echter complex en nog nimmer getest. Voor dit financieel-economische onderzoek waren derhalve voorzichtige aannames nodig. Een ander kwetsbaar punt is de onduidelijkheid over de executiewaarde van het onderpand (woningen).
- De Amsterdamse corporaties lijken in beginsel voldoende weerbaar om ingrijpende externe schokken te verwerken zonder beroep op het borgingsstelsel. Wel kan de volkshuisvestelijke inspanning onder deze schokken leiden.
- Alhoewel de kans van een beroep op de achtervang gering is, kan de vereiste renteloze leningen aanzienlijke gevolgen hebben voor de bruto schuldquote van de gemeente ("low probability, high impact").
- De aanbevelingen betreffen verbetering van de informatievoorziening en een betere benutting van de achtervangersrol ten behoeve van corporatieprestaties.

Borgingsstructuur

Zonder een zekerheidsstructuur nemen de financieringskosten een dermate hoog beslag op de kasstromen dat de sociale woningvoorziening in gevaar kan komen. De sociale huisvestingssector wordt namelijk gekenmerkt door verhoudingsgewijs veel schuld en lage winstgevendheid. Dit is een direct gevolg van de doelstelling van de sector om zo efficiënt mogelijk te opereren en zoveel mogelijk de eventuele "winst" terug te geven via lage huren of investeringen in volkshuisvesting of leefbaarheid. De andere kant van de medaille is echter dat de kredietwaardigheid van corporaties zonder zekerheidsstructuur niet erg hoog is. Om er toch voor te zorgen dat woningcorporaties tegen gunstige tarieven en voorwaarden geld kunnen lenen, is een zekerheidsstructuur voor geldgevers in het leven geroepen.

De geringe kans dat de gemeente als achtervanger wordt aangesproken komt voort uit de degelijkheid van de borgingstructuur. De grote lijnen van de gelaagde zekerheidsstructuur zijn doorgaans bekend. Het Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV), de financiële toezichthouder, is de eerste instelling die in actie komt als een corporatie in problemen raakt. Als een corporatie in principe levensvatbaar is, dan kan het CFV daarbij haar saneringsreserve inzetten, eventueel aan te vullen door corporaties een heffing in rekening te brengen (zoals bij Vestia nu lijkt te gebeuren). De afgelopen dertig jaar is dit eerste loket altijd in staat gebleken om financiële probleemgevallen in de sector op te lossen. De volgende laag in de zekerheidsstructuur is het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW),

die haar huidige reserves van € 477 miljoen kan ophogen d.m.v. het opeisen van obligo's van corporaties aan het WSW (€ 3.3 miljard). Tenslotte, als de vorderingen groter zijn dan € 3.8 miljard, dienen Rijk en gemeenten als achtervanger, ieder voor de helft, renteloze leningen aan het WSW te vertrekken.

De eerste belangrijke factor in de zekerheidsstructuur is het onderpand van de leningen: de sociale woningen. Het onderpand moet ten behoeve van het WSW vrij zijn van hypotheek of andere rechten. Voor een corporatie in een saneringsfase, die grote hoeveelheden huizen moet verkopen, is vooral de exploitatiewaarde op basis van huurinkomsten relevant, zoals berekend door het CFV. Voor de hand liggende kopers in een dergelijke situatie zijn immers andere, gezonde corporaties en de exploitatiewaarde vertegenwoordigt voor corporaties de verdien capaciteit van die woningen. De overwaarde van het onderpand van Amsterdamse corporaties op basis van deze maatstaf is slechts iets hoger dan de geborgde leningen die hier tegenover staan (overigens is de verhouding bij Vestia aanzienlijk slechter).

Een tweede, cruciale factor in het ontwerp van de huidige borgingsstructuur is dat het WSW betalingsverplichtingen van leningen van een corporatie-in-problemen over kan nemen zonder dat geldgevers het recht hebben op versnelde aflossing van die leningen. Zolang er geen directe opeisbaarheid is van de gehele leningenportefeuille ("acceleratie") is er ruimte om het onderpand te gelden te maken om daarmee aflossingen te financieren. Voor zover het de sectorbanken (Bank Nederlandse Gemeenten en de Nederlandse Waterschapsbank) betreft, mag bovendien verwacht worden dat het recht op acceleratie niet op de spits gedreven wordt. In scenario's in dit rapport worden zowel de verwachte als de theoretisch slechtste uitkomst besproken, waarbij bij het laatste uitgegaan wordt van directe opeisbaarheid van leningen.

Weerbaarheid Amsterdamse corporaties

Het rapport constateert dat de Amsterdamse corporaties voldoende schokbestendig lijken om een beroep op de achtervang te kunnen vermijden. De financiële situatie is echter iets minder robuust dan weleens wordt voorgesteld: de sociale huuropbrengsten zijn zodanig dat de netto kasstromen meestal maar net positief zijn en het netto vermogen op basis van exploitatiewaarde is beperkt. Onderzocht is de weerbaarheid voor een aantal ingrijpende schokken of risico's: derivatenrisico's, rente- en liquiditeitsrisico's, risico's van grondposities, huizenverkoop en dergelijke. Elke schok afzonderlijk is voor de Amsterdamse corporaties op te vangen, zonder dat ze direct financieel in problemen komen. Wel blijkt dat banken sinds de Vestia-kwestie weinig geneigd zijn leningen te verstrekken aan corporaties zonder garantie van het WSW. Dit kan ook van invloed zijn als corporaties financiering moeten aantrekken om onverwachte schokken op te vangen (zoals bijvoorbeeld een aanspraak van obligo's). Zelfs indien dergelijke schokken financieel geabsorbeerd worden, wordt de investeringsactiviteit in sociale woningbouw aangetast. Daarnaast kan een cumulatie van externe schokken, die vaak gecorreleerd zijn, indien deze in volle omvang plaatsvinden, wel tot financiële (systeem) problemen leiden.

Risicopositie gemeente Amsterdam

Hoe gering ook, de gemeente loopt risico op de woningcorporaties langs twee wegen: als *achtervanger* van het WSW en via directe leningen en garanties.

In een (limitatieve) achtervangovereenkomst met het WSW staat voor welke corporaties de gemeente Amsterdam als achtervanger optreedt. Op deze lijst staan Amsterdamse corporaties met een gezamenlijke geborgde schuld van € 9,6 miljard. Hiervan ligt het risico voor de helft bij het Rijk, voor één kwart bij de gemeente Amsterdam (als de schadecorporatie op de lijst staat in de bovengenoemde achtervangovereenkomst) en voor één kwart de gezamenlijke gemeenten landelijk. In de diverse scenario's die in dit rapport besproken wordt, is de aanspraak van de gemeente Amsterdam in de slechtste situatie €400 miljoen (het gaat dan om een renteloze lening aan het WSW van deze omvang).

Gemeenteleningen aan corporaties, die volledig voor rekening en risico van de gemeente Amsterdam zijn, bedragen op dit moment € 28,6 miljoen. In 2015 zullen de meeste van deze directe leningen zijn afgelost. Aan directe gemeentegaranties op leningen aan corporaties staat nog een bedrag uit van € 12,5 miljoen. De garanties lopen af als de onderliggende leningen worden afgelost. Ook dit gebeurt bijna geheel voor 2015. Op basis van de beschikbare informatie t.a.v. financiële gezondheid van de Amsterdamse corporaties, en de omvang en resterende looptijd, lijken de gemeentelijke risico's ten aanzien van deze leningen en garanties gering.

Feitelijke rol gemeente in toezichtstructuur

Op landelijk niveau wordt, in het kader van de nieuwe woningwet en als gevolg van de Vestia-kwestie, werk gemaakt van het versterken en verbeteren van de toezichtstructuur. Dit zal aandacht krijgen in een Commissie van Wijzen, aangewezen door de minister en in de parlementaire enquête.

In het feitelijke toezicht speelt de gemeente sinds midden jaren negentig geen rol. Dat ligt geheel bij het Rijk en de daarvoor in het leven geroepen organen als Centraal Fonds voor de Volkshuisvesting en het Waarborgfonds Sociale Woningbouw. Het overleg van de gemeente met de corporaties betreft bestuurlijk/strategische onderwerpen op het terrein van de sociale huisvesting en stadsontwikkeling. Aan de achtervang lijkt amper onderhandelingskracht te worden ontleend. Veeleer als grondproducent ontleent de gemeente een sterke positie in onderhandelingen met de corporaties.

De gemeente heeft uit hoofde daarvan maar weinig zicht op het functioneren van de corporaties. Corporaties leveren slechts de officiële jaarstukken die – onbewerkt - maar beperkt inzicht geven en moeilijk onderling vergelijkbaar zijn. De gegevens van het CFV zijn nuttig voor de gemeente, maar door de vertraagde beschikbaarheid daarvan is een actueel beeld van de achtervangersrisico's, zoals bij de huidige problemen, niet mogelijk. Deze informatiepositie past niet bij de rol die de gemeente speelt als achtervanger in de borgingsstructuur.

Aanbevelingen

De kwaliteit en actualiteit van de aan de gemeente geleverde informatie moet worden verbeterd. De gemeente kan dan beter beoordelen welke financiële risico's aan de achtervang verbonden zijn en welke volkshuisvestelijke risico's aan de financiële kracht of zwakte van de corporaties. Die verantwoordelijkheid kan in de eerste plaats bij de sector gelegd worden, teneinde de kosten van de vereiste controle-inspanning van de gemeente te beperken.

In de achtervangovereenkomst kunnen voorwaarden worden opgenomen teneinde de treasury-risico's van corporaties, bijvoorbeeld ten aanzien van derivatengebruik, af te stemmen op de financiële risico's die de gemeente aanvaardbaar vindt.

Hoewel dit nadere uitwerking vereist, zou de achtervangersrol wellicht beter kunnen worden benut voor een sterkere onderhandelingspositie met betrekking tot de inspanningen van een corporatie in de gemeente. Dit zou kunnen door een actief beheer van de limitatieve lijst van corporaties in de achtervangersovereenkomst, op basis van de prestaties van een corporatie.

Voor het eventueel invoeren van een risicopremie voor de achtervang moeten de (beperkte) netto opbrengst en de effectiviteit van de signaalwerking goed worden overwogen.

Aangezien de gemeenten geen greep hebben op de financiële risico's van corporaties zou tenslotte eventueel kunnen worden overwogen om de verantwoordelijkheid in de huidige zekerheidsstructuur over te hevelen aan het Rijk (net als dat bij het WEW is gebeurd). Dit zou een discussie in VNG-verband moeten zijn.

Hoofdstuk 1: Inleiding

In opdracht van het College van B&W van Amsterdam is een intern financieel expertise onderzoek uitgevoerd naar achtervangerspositie die de gemeente vervuld in de zekerheidsstructuur voor de leningen van woningcorporaties. Het onderzoek is uitgevoerd door de Dienst Wonen Zorg en Samenleving (WZS) in samenwerking met de Directie Middelen en Control. WZS heeft zich daarbij laten ondersteunen door Capitad, een financieel-strategisch adviesbureau. Doel van het onderzoek is om de risico's verbonden aan deze achtervangersrol in beeld te krijgen en te beoordelen.

Achtergrond van de opdracht

Directe aanleiding voor het onderzoek zijn de financiële problemen bij Vestia, de grootste woningcorporatie van Nederland. Deze werden veroorzaakt door grote verliezen op de derivatenportefeuille. De gemeente Amsterdam heeft net als de andere Nederlandse gemeenten samen met het Rijk de rol van achtervanger voor de borging die het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) geeft op leningen van woningcorporaties. Rijk en gemeenten doen dit om corporaties in staat te stellen tegen gunstigere voorwaarden leningen aan te trekken. De gezamenlijke gemeenten kunnen daarbij voor de helft van de garantie op corporatieleningen worden aangesproken (het Rijk voor de andere helft). De omvang van leningenportefeuille van Amsterdamse corporaties, die door het WSW wordt geborgd en waarbij de gemeente Amsterdam als achtervanger optreedt, is circa € 9.6 miljard.

Scope van de opdracht

Dit rapport geeft een beeld van de financiële risico's die de gemeente Amsterdam loopt door haar rol als achtervanger in de zekerheidsstructuur. Hoewel de achtervangersrol in de eerste plaats een juridische positie betreft¹, is dit rapport een financieel rapport, waar de financiële risico's, waar mogelijk, gekwantificeerd worden.

Voor de financiële gegevens in dit onderzoek kon slechts een beroep worden gedaan op publiek beschikbare informatie. Een vragenlijst over de stand van de financiële zaken, die in het kader van dit onderzoek aan Amsterdamse corporaties werd gestuurd, werd over het algemeen niet beantwoord. Een aantal corporaties verwees naar hun jaarverslag over 2011, al dan niet in concept. Helaas was het jaarverslag van meer dan de helft van de corporaties nog niet publiekelijk beschikbaar ten tijde van het schrijven van dit rapport (en dus ook niet voor de gemeente Amsterdam). Een belangrijke bron van informatie over de sector is het Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV). Het CFV meet de financiële en volkshuisvestelijke gezondheid van corporaties en publiceert haar bevindingen jaarlijks. Ook de CFV-gegevens over de Amsterdamse corporaties over 2011 zijn nog niet publiekelijk beschikbaar. Als suboptimale oplossing is gekozen om in dit rapport uit te gaan van de cijfers van het CFV over 2010.

Opbouw rapport

Het rapport is als volgt opgebouwd. In hoofdstuk twee wordt eerst uiteengezet hoe de zekerheidsstructuur op papier functioneert. In hoofdstuk drie wordt vervolgens de positie van de gemeente Amsterdam onder de loep genomen. Bij wijze van stress test wordt aan de hand van een aantal rekenvoorbeelden een beeld gegeven van wat er allemaal moet gebeuren voordat een beroep kan worden gedaan op de achtervangerspositie van de gemeente Amsterdam. Daarbij wordt zowel de slechtst mogelijke uitkomst als de waarschijnlijke uitkomst besproken. Hoofdstuk 4 gaat vervolgens kort in op de actuele

¹ Voor dit rapport is de juridische kant van het vraagstuk niet apart getoetst door een extern juridisch specialist.

financiële gezondheid van de Amsterdamse corporaties. Immers, hoe sterker het financiële profiel van corporaties, hoe gemakkelijker financiële schokken kunnen worden opgevangen zonder een beroep te doen op de zekerheidsstructuur. Hoofdstuk 5, risicofactoren, behandelt de mogelijke gevolgen van een aantal financiële schokken. Dit is geen complete stress-test, maar er zijn wel berekeningen gemaakt die goede indicaties geven. Hoofdstuk 6, monitoring en interventie, gaat in op beleidsalternatieven die de gemeente Amsterdam heeft.

BOX 1: Gevolgen achtervangerspositie voor EMU-saldo

Nederland heeft zich als lid van de EU gecommitteerd aan de begrotingsdiscipline van het Stabi-leiteits- en Groeipact. Concreet betekent dit dat structureel het begrotingstekort niet boven de 3% van het BBP mag stijgen en de staatsschuld onder de 60% BBP moet blijven. Onder het wetsvoorstel-HOF wordt dit vertaald naar eisen voor lagere overheden. De decentrale overheden mogen totaal 0.5% van het tekort uitmaken (gemeenten 0.35%). Dit vertaalt zich voor Amsterdam uiteindelijk op basis van de begrotingsgetallen van 2011 in een toegestaan negatief EMU saldo van € 271 miljoen.

Gemeenten werken met een baten en lasten stelsel. Een renteloze lening komt op de balans en de rentederving in de begroting van de gemeente. Het Rijk werkt in een kasstelsel waarbij iedere uitgave, ook voor investeringen, direct volledig ten laste van het saldo komt. Op Europees en Rijksniveau worden financiële transacties echter buiten het EMU-saldo gehouden. Als dat rechtstreeks vertaald wordt naar lagere overheden, dan zijn de begrotingsgevolgen voor de gemeente als volgt:

- a. Het verschaffen van de renteloze lening heeft niet direct effect op de gemeenteschuld. Pas op het moment de gemeente zelf daarvoor financiering aantrekt, stijgt de bruto schuld van de gemeente. In het baten-lasten stelsel komt de lening op de actiefzijde van de balans en de herfinanciering op de passiefzijde. De netto schuld verandert niet, want de twee leningen vallen tegen elkaar weg. De EMU-definitie betreft echter de bruto-schuld. Een beroep op de achtervang is derhalve nadelig voor de gemeenteschuld onder de wet-HOF.
- b. In de normale begrotingsprocedures van de gemeente wordt de gederfde rente op de renteloze lening met behulp van een rekenrente vastgesteld. Deze komt ten laste van de begroting. Voor het EMU-saldo werkt dit anders: de renteloze lening geeft (uiteraard) geen rente-inkomsten, maar de kosten van de herfinanciering komen als uitgave ten laste van het saldo.

Indien in de wet-HOF financiële transacties net zo behandeld zullen worden als de EMU-regels voor het Rijk, zijn de gevolgen voor het EMU-saldo van de gemeente beperkt tot de rentekosten. De gevolgen zullen vooral merkbaar zijn in de (bruto) EMU-schuld.

Hoofdstuk 2: De zekerheidsstructuur op papier

Inleiding

Tot 1995 werden in Nederland de woningcorporaties direct door de Staat gefinancierd door middel van subsidies, directe leningen en garanties. De Staat heeft toen echter gekozen voor een minder directe betrokkenheid in de financiering van de sociale huisvesting. Alle subsidies werden afgeschaft in ruil voor het kwijtschelden van de schulden die woningcorporaties hadden bij de Staat (de z.g. “bruteringsoperatie”). Sindsdien dienen de woningcorporaties de sociale huisvesting met private middelen te financieren.

De sociale huisvestingssector wordt gekenmerkt door verhoudingsgewijs veel schuld en lage winstgevendheid. Het doel van de sector is immers om zo efficiënt mogelijk te opereren en zoveel mogelijk de eventuele “winst” terug te geven via lage huren. De andere kant van de medaille is dan ook dat de kredietwaardigheid van corporaties zonder zekerheidsstructuur niet erg hoog is².

Om er toch voor te zorgen dat woningcorporaties tegen gunstige tarieven en voorwaarden geld kunnen lenen, is de in dit hoofdstuk beschreven zekerheidsstructuur voor geldgevers in het leven geroepen. Dit systeem heeft er tot nu toe voor gezorgd dat geldgevers corporaties beschouwen als semi-overheidsrisico. Dit heeft (althans tot voor kort) corporaties in staat gesteld om geld te lenen voor zeer lange looptijden en tegen tarieven, die dicht tegen die van de gemeenten lagen.

In dit hoofdstuk wordt eerst uiteengezet hoe deze zekerheidsstructuur op papier functioneert. In het hierna volgende hoofdstuk wordt de positie van de gemeente Amsterdam onder de loep genomen.

Hoe werkt de rol van achtervanger op papier?

In de huidige zekerheidsstructuur hebben twee instituten een bijzondere rol: het Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV) en het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) - zie Box 2.

BOX 2: CFV en WSW

Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV)

Het Fonds fungeert sinds 1988 als saneringsfonds voor woningcorporaties. Het Fonds is naast haar rol als saneerder ook de financieel toezichthouder van de sector. De minister van BZK is verantwoordelijk voor het toezicht op het Fonds. Als een woningcorporatie in financiële problemen komt, kan een beroep worden gedaan op de saneringssteun van het Fonds (renteloze leningen en subsidies). Het Fonds houdt een saneringsreserve aan die op peil wordt gehouden m.b.v. bijdragenheffingen die de aangesloten corporaties moeten opbrengen. Ultimo 2011 bedroeg de reservering voor nog toe te kennen saneringssteun €118,6 miljoen. Dit ligt net onder de maximale buffer van 1% van de gerealiseerde jaarhuur van corporaties die het Fonds heeft afgesproken met de minister van BZK. Naast speciale heffingen voor saneringssteun kent het Fonds ook heffingen voor diverse vormen van projectsteun.

² Het credit rating agentschap Standard & Poors heeft weliswaar Stadgenoot voor ongeborgde financiering een AA-rating gegeven, wat duidt op “zeer kredietwaardig”, maar de kwalificatie steunt zwaar op de aanname dat de huidige zekerheidsstructuur in stand blijft, en dat verreweg het grootste gedeelte van Stadgenoot’s leningen geborgd blijft (waarbij het uitgangspunt de status quo is: er is op de balans geen vergaande juridische splitsing is tussen geborgde en niet-geborgde activiteiten).

Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW)	Het WSW staat borg voor de nakoming van de verplichtingen van de deelnemende corporaties inzake hun activiteiten ten behoeve van de sociale huisvesting. ³ Corporaties komen in aanmerking voor WSW-borgstelling indien aan de kredietwaardigheids-eisen van het WSW wordt voldaan. Borging kan alleen worden verkregen voor de financiering van wettelijk vastgestelde “borgbare bestedingsdoelen” ⁴ . Daarnaast stelt het WSW elk jaar vast, op basis van de geprognostiseerde kasstromen van een corporatie, voor welk bedrag een deelnemer geborgde leningen mag aantrekken ⁵ . Ultimo 2011 had het WSW voor een bedrag van meer circa € 86 miljard geborgd. Merk op dat woningcorporaties ook activiteiten mogen ontplooiën die niet worden geborgd door het WSW. Zo worden posities in derivaten niet geborgd.
---	---

De zekerheidsstructuur bestaat uit meerdere lagen: het bezit van de corporatie, het saneringsfonds van het CFV, de borgingsreserve van het WSW (gestort en obligo's), en tenslotte als achtervangers: het Rijk en de gemeenten.

De *eerste* stap als een corporatie niet meer kredietwaardig is, en niet meer in aanmerking komt voor WSW-borging, is het saneren van de balans. Dit gebeurt onder toezicht van het CFV. Dit kan gebeuren door bijvoorbeeld het verkopen van woningen, het uitstellen van investeringen, het verhogen van de huren (als daar ruimte voor is) of door te fuseren met een gezonde corporatie. Daarbij kan het CFV onder bepaalde voorwaarden saneringssteun geven. Als regel geldt echter dat een corporatie in de toekomst wel levensvatbaar dient te zijn om in aanmerking te komen voor steun van het CFV.⁶ De steun is dus slechts een hulpmiddel in het saneringsproces dat er in principe op is gericht borging door het WSW weer mogelijk te maken.⁷

De *tweede* stap in de zekerheidsstructuur is het garantievermogen van het WSW. De borgstellingsreserve bedroeg ultimo 2011 € 477 miljoen⁸. Indien de borgstellingsreserve onder een minimum garantieniveau dreigt te komen van 0,25% van het geborgde schuldrestant⁹, dan heeft het WSW de plicht obligo's op te vragen bij de WSW-deelnemers.¹⁰

³ Artikel 2 van de statuten van het WSW.

⁴ De borgbare bestedingsdoelen heten tegenwoordig DAEB-activiteiten dat staat voor Diensten van Algemeen en Economisch Belang; niet-DAEB-activiteiten zijn niet borgbaar.

⁵ Een en ander is geregeld in het reglement van deelneming van het WSW (1/3/2008-7/4/2011). Het WSW zal zich in principe alleen borgstellen voor de benodigde financieringsbehoefte indien de kasstromen uit operationele activiteiten in de prognoseperiode een positief saldo opleveren, maar heeft speelruimte als verwacht wordt dat op de langere termijn voldoende middelen beschikbaar komen voor rente en aflossing van de leningenportefeuille. Het maximum van de borgstelling is echter gesteld op een bedrag dat gelijk is aan 50% van de WOZ-waarde van de onderliggende woonegelegenheden.

⁶ Zie publicatie van het CFV: beleidsregels 2012

⁷ Merk op dat de potentieel levensvatbaarheid van een corporatie een relatief flexibele regel is en dat het CFV hier pragmatisch gebruik van zou kunnen maken. In de situatie van Vestia is het dus mogelijk dat het CFV een aantal jaren saneringssteun geeft en dit financiert door de sector een aantal jaren de maximum heffing op te leggen (1% van de huuropbrengst). De sector betaalt op deze manier mee aan de schade die Vestia heeft gelopen. Zie voor commentaar ook de conclusie in het volgende hoofdstuk.

⁸ <http://www.english.wsw.nl/investorrelations/security%20structure>

⁹ Dit was circa € 216 miljoen ultimo 2011

¹⁰ De hoogte van het obligotarief is vastgesteld op 3,85%. De grondslag waarover het obligotarief wordt berekend is het schuldrestant van de geborgde leningen (met uitzondering van het leningtype variabele hoofdsom en voor collegiale financiering: i) voor het type lening met variabele hoofdsom is bepaald dat over 75% van de maximale hoofdsom obligo is verschuldigd, ii) voor collegiale financieringen is bepaald dat over 1/3 van het schuldrestant obligo is verschuldigd.

Het garantievermogen bestaat dus uit de borgstellingsreserve van het WSW plus de obligoverplichting. Het totale vermogen waarover het WSW aldus kan beschikken bedroeg eind 2011 circa € 3,8 miljard.

Als een financier van een corporatie-in-problemen het WSW aanspreekt, en het WSW besluit de verplichtingen van de desbetreffende corporatie over te nemen, dan krijgt het WSW een vordering op die corporatie (regresrecht). Daarbij is het relevant dat corporaties verplicht zijn door middel van een positieve hypotheek-en verpandverklaring om de onderliggende woonegelegenheden vrij van hypotheek te houden, en op het eerste verzoek van het WSW een hypotheekrecht te verlenen aan het WSW. Op basis van deze regel vestigde het WSW onlangs een 1^e hypotheek op het woningbezit van Vestia. Hierdoor manoeuvreerde het WSW zich in een preferentiële positie t.o.v. de andere schuldeisers van Vestia (de banken).¹¹ Bovendien zijn aan het WSW door Vestia alle huidige en toekomstige huurinkomsten verpand. Merk op dat dit alleen geldt voor bezit dat onder DAEB-activiteiten valt. Corporaties zijn in principe vrij om voor “niet-DAEB activiteiten” onderpand aan banken af te geven (dit moet dan wel onderpand betreffen dat niet al in is gezet voor DAEB-activiteiten).

Tabel 1: Overzicht zekerheidsstructuur

Stappen borgings-structuur	Financieringsbron	Stand ultimo 2011 (€ miljoen)	Cumulatieve % dekking
Stap 1	CFV saneringsfonds ¹²	119	
Stap 2	WSW borgstellingsreserve	477	0.6
	WSW opeisbaar obligo (3.85%)	3,321	
	WSW Totaal	3,798	4.4
Stap 3	Achtervang Rijk	41,229	48
	Achtervang Gemeenten	41,229	48
PM¹	Geborgde leningenportefeuille sector	86,256	100
PM²	WSW - minimum garantie niveau (0.25%)	216	

De *derde* stap in de zekerheidsstructuur wordt tenslotte gevormd door het Rijk en de gemeenten, die als achtervangers optreden. Indien de borgstellingsreserve van het WSW - ook na de betaling van de obligo's - onder het minimum garantieniveau komt of dreigt te komen, dan moeten Rijk en gemeenten op verzoek van het WSW renteloze leningen aan het WSW verstrekken. Dit is geregeld in individuele zogeheten *achtervangovereenkomsten* tussen Rijk en iedere gemeente afzonderlijk en het WSW. Rijk en gemeenten nemen dan ieder de helft voor rekening, waarbij wat de gemeenten betreft geldt dat 50% wordt geleend door de gemeente(n) waarmee de in problemen gekomen corporatie een achtervangovereenkomst heeft gesloten (z.g. “schadegemeente”) en de andere 50% door alle gemeenten in Nederland tezamen.

¹¹ Zie Het Financieel Dagblad van 23 en 24 mei 2012: hoogleraar Peter Stein maakt de kanttekening dat indien het vestigen van hypotheek gebeurt om zekerheden voor oude vorderingen te krijgen dit juridisch riskant is (“paulineus handelen”), en hypotheek eigenlijk alleen kan worden afgegeven als zekerheid voor nieuwe leningen.

¹² Merk op dat het saneringsfonds d.m.v. jaarlijkse heffingen weer op peil kan worden gebracht

Het WSW is pas verplicht de renteloze leningen af te lossen als het risicovermogen weer volledig is hersteld¹³ (dit kan in principe enige jaren duren en hangt met name af van de voortgang van de liquidatie van de activa van de corporatie-in-problemen).

BOX 3: Achtervang-overeenkomsten

De achtervangersrol van het Rijk en de gemeenten is geregeld in bilaterale overeenkomsten tussen betrokken partijen. Er zijn in principe drie typen achtervangersovereenkomsten:

Achtervang-overeenkomst WSW – Rijk (6 dec 1999).

Relevante punten:

- Geen begrenzing aan de achtervang (niet in bedrag of condities)
- WSW verplicht jaarlijks een vijfjaarlijkse liquiditeitsprognose aan te leveren
- Lening ter beschikking met een vertraging van gemiddeld 60 dagen: “15^{de} van tweede kalendermaand, volgend op die waarin het risicovermogen gedaald is onder het garantieniveau”
- Terugbetaling indien en voor zover het WSW-risicovermogen uitstijgt boven 1% van de uitstaande geborgde schuld

Achtervang-overeenkomst WSW – Gemeente (modelovereenkomst)

Voor het besluiten tot het aangaan van de achtervangersovereenkomst is op grond van de gemeentewet besluitvorming van het college nodig. Het college heeft twee mogelijkheden:

- Het besluit kan worden beperkt tot één specifieke leningsovereenkomst. Het college kan besluiten tot het aangaan van een achtervangovereenkomst per lening. De modaliteiten van de lening dienen voor het nemen van het achtervang-besluit bekend te zijn.
- Het besluit kan meerdere, in de toekomst te sluiten, leningsovereenkomsten bevatten waarbij al dan niet een limitering naar tijd, corporatie en/of bedrag wordt aangegeven. De laatstgenoemde variant houdt in dat bij het aangaan van de achtervangovereenkomst de modaliteiten van de lening(en) nog niet bekend zijn.

Relevante punten:

- De meeste leningen van de gemeente Amsterdam vallen onder de tweede mogelijkheid, de ‘generieke’ achtervangovereenkomst. Het betreft een z.g. ‘generieke’ overeenkomst voor geborgde leningen van een corporatie met een limitering van de periode en een limitatieve lijst met corporaties waarvoor de achtervang van de gemeente geldt.
- De overeenkomst geldt voor geborgde leningen die tijdens duur van achtervang-overeenkomst zijn aangegaan, alsmede toekomstige herfinanciering van die leningen (ook na de ‘looptijd’ van de overeenkomst).
- Wijziging van deze standaardovereenkomst vereist afstemming met bestaande geldgevers, VNG en goedkeuring BZK/WWI.

Overeenkomst WSW – VNG (side letter) (versie 2010)

Dit is niet een achtervangersovereenkomst, want de VNG is slechts een belangenorganisatie en zoals de overeenkomst zelf al stelt (“kan de VNG de gemeenten niet binden”). Het betreft grotendeels een overeenkomst dat het WSW de VNG informeert over beleid en financiële situatie van het WSW, d.m.v.:

- Halfjaarlijks overleg
- “Voorleggen” van begroting en liquiditeitsprognose in conceptfase
- Informatie per direct over kredietwaardigheidsproblemen van individuele deelnemers
- Afspraken over maximale borgstelling die alleen met instemming van het VNG mogen worden gewijzigd.

¹³ De omvang van het risicovermogen moet dan zijn aangegroeid tot 1 procent van de som van de geborgde schuldrestanten per ultimo van het voorafgaande kalender jaar.

Versnelde opeisbaarheid van leningen bij liquidatie

Als het WSW wordt aangesproken, en het WSW besluit de verplichtingen van de desbetreffende corporatie over te nemen, dan maakt het groot verschil of die leningen direct opeisbaar worden en per direct moeten worden afgelost (“acceleratie”), of dat de aflossingsdata gehandhaafd blijven zoals geformuleerd in de oorspronkelijke lening overeenkomsten. In het eerste geval wordt het WSW geconfronteerd met de aflossing ineens van de gehele leningenportefeuille. In het tweede geval, is de aflossing gespreid door de tijd en krijgt het WSW de ruimte om het onderliggende onderpand te gelde te maken.

Hoewel geborgde leningen in geval van faillissement volgens de algemene voorwaarden direct opeisbaar zijn op het niveau van de corporatie-in-problemen, neemt het WSW op basis van de documentatie aan, hierbij gesteund door juridisch advies, dat de rechter een verzoek van financier tot uitbetaling op grond van de borg van de vervroegd opgeëiste hoofdsom, naar alle waarschijnlijk niet zal honoreren. Het WSW stelt dat de borging slechts geldt voor de rente en aflossing (de “dienst der lening”) zoals afgesproken bij het aangaan van de lening. M.a.w. de versnelde opeisbaarheid op het niveau van de corporatie bij faillissement, schept geen verplichting op het niveau van het WSW. Dit juridisch vraagstuk valt buiten dit financieel georiënteerde onderzoek. In dit rapport nemen we slechts aan dat de kans op acceleratie gering is.¹⁴

Naast de juridische opzet van de zekerheidsstructuur, is het op dit moment, gegeven de huidige zeer lage marktrente, niet aannemelijk dat banken die leningen aan een corporatie-in-problemen hebben verstrekt acceleratie prefereren boven het handhaven van de status quo als die verplichtingen door het WSW worden overgenomen. Acceleratie geschiedt immers op basis van de nominale waarde van de leningen, terwijl op dit moment de marktwaarde van de meeste leningen hoger is (met name van oude leningen met een hoge coupon en lange looptijd). Voorwaarde is wel dat de geldgevers vertrouwen blijven houden in het systeem en dat rente en aflossingen ongeacht de looptijd met zekerheid worden voldaan. Vertrouwen in de bereidheid van de gemeente om als achtervanger op te blijven treden is daarbij dus onontbeerlijk. De situatie wordt vergemakkelijkt omdat het grootste gedeelte van de leningen aan corporaties (rond 80%) verstrekt zijn door de Nederlandse sectorbanken, de BNG en de Nederlandse Waterschapsbank. Verwacht mag worden dat deze banken mee zullen werken om de zekerheidsstructuur in stand te houden.

¹⁴ Dit laat onverlet dat corporaties ten aanzien van niet-geborgde leningen en t.a.v. derivaten wel versnelde aflossing/verrekening kunnen afspreken.

BOX 4: Gevolgen voor stopzetten gemeentegarantie van het WSW?

In principe is de eerstvolgende mogelijkheid om de achtervangersrol niet meer te verlengen wanneer de huidige generieke overeenkomst met het WSW afloopt (31 december 2014). Zonder achtervanger worden 'nieuwe' leningen van Amsterdamse corporaties vanaf 2015 niet meer geborgd door het WSW. De bestaande 'oude' leningen, alsmede de toekomstige herfinancieringen, blijven in principe tot in lengte van dagen geborgd. Zonder de zekerheidsstructuur vervalt voor Amsterdamse corporaties de mogelijkheid om tegen voordelige voorwaarden nieuwe leningen te sluiten.

Zoals in de inleiding van dit hoofdstuk aangegeven, wordt de sociale huisvestingssector gekenmerkt door verhoudingsgewijs veel schuld en lage winstgevendheid. Het doel van de sector is immers om zo efficiënt mogelijk te opereren en zoveel mogelijk de eventuele "winst" terug te geven via lage huren. De andere kant van de medaille is dan ook dat de kredietwaardigheid van corporaties zonder zekerheidsstructuur niet erg hoog is.

Maar het gaat niet alleen om de rentekosten. Ook om de beschikbaarheid van geld. In het huidige klimaat zijn banken, als gevolg van de crisis en mede onder druk van de Nederlandse Bank, juist hun portefeuilles met vastgoedfinanciering aan het afbouwen: zowel commerciële vastgoedfinanciering als woninghypotheken. Dit schaarste-probleem kan maar ten dele opgelost worden door een hogere kredietopslag. Ook op de internationale kapitaalmarkt is het herstel nog steeds zeer fragiel. Daarnaast zullen financiers er rekening mee houden dat, als Amsterdam uit de zekerheidsstructuur stapt, meerdere gemeenten zullen volgen, en dat de vraag naar ongeborgde financiering mogelijk sterk stijgt. Tenslotte kunnen de sectorbanken BNG en NWB, die 80% van de financiering van de sector voor hun rekening nemen, niet ongestraft ongeborgde leningen verstrekken. Dit zou rechtstreeks van invloed zijn op hun huidige AAA-rating, die deze banken in staat stelt om zeer voordelig in te lenen op de kapitaalmarkt. De sectorbanken zullen daarom ook zeer terughoudend zijn met het verstrekken van ongeborgde leningen.

Als geabstraheerd wordt van het hierboven beschreven schaarste probleem, en vooralsnog wordt aangenomen dat de kredietwaardigheid van ongeborgde leningen van de Amsterdamse corporaties "investment grade" is, mag verwacht worden dat de kredietopslag voor nieuwe leningen al snel met 200-250 bps voor een 10-jaarse lening omhoog zal gaan. Als afgegaan wordt op de lage kasstroomproductiecapaciteit van de meeste Amsterdamse corporaties dan lijkt een dergelijke verhoging van de financieringskosten voor een aantal grote corporaties een zeer zware, zo niet, te grote opgave. Bovendien worden corporaties extreem kwetsbaar voor andere externe schokken (zie hoofdstuk 5).

Let wel, dit gaat in eerste instantie alleen om nieuwe leningen van corporaties, voor nieuwe projecten. Een direct gevolg van het stoppen met de achtervangersrol is dan ook dat het een rem zet op met name de nieuwbouw van sociale huurwoningen. Daar waar wel gebouwd wordt, zullen de hogere financieringskosten op de een of ander manier moeten worden doorberekend in de huren. Een rem op de bouwproductie zal niet alleen repercussies hebben op de wachtlijsten, maar ook op de Amsterdamse economische activiteit. Er spelen ook effecten, die de hele sector aangaan. Zo zal de positie van het WSW langzamerhand worden uitgehold. Verwacht mag namelijk worden dat financiers van ongeborgde leningen de nieuwe woningen als onderpand krijgen. In de huidige structuur, waarbij geborgd en ongeborgd geld (nog) niet juridisch binnen een corporatie zijn gescheiden, zal een groeiend aandeel van ongeborgde activiteiten de positie van het WSW verslechteren. Dit zal met name voelbaar zijn als ook andere gemeenten het voorbeeld van Amsterdam volgen.

Hoofdstuk 3 De achtervangerspositie van de Gemeente Amsterdam

Inleiding

De gemeente Amsterdam biedt net als de andere Nederlandse gemeenten samen met het Rijk achtervang voor de borging door het WSW van door corporaties aangetrokken leningen. De omvang van de leningenportefeuille waarvoor de gemeente Amsterdam de achtervang verzorgt, bedraagt ca. € 9.6 miljard (zie tabel hieronder)¹⁵.

Directe leningen aan corporaties

Naast de verplichting van achtervanger, heeft de gemeente in het verleden ook leningen en garanties aan corporaties verstrekt die niet bij het WSW zijn ondergebracht. Het bedrag aan nog uitstaande leningen aan woningcorporaties voor rekening en risico van Amsterdam bedraagt op dit moment € 28,6 miljoen, waarvan verreweg het meeste (98%) aan Ymere.¹⁶ In 2015 zullen de meeste van deze directe leningen zijn afgelost.¹⁷ Aan directe gemeentegaranties op leningen aan corporaties staat nog een bedrag uit van € 12,5 miljoen, waarvan het leeuwendeel aan de Key (80%). De garanties lopen af als de onderliggende leningen worden afgelost. Ook dit gebeurt bijna geheel voor 2015.¹⁸ Gezien de omvang en de resterende looptijd lijken de risico's ten aanzien van deze leningen en garanties gering.

Achternavigovereenkomst van de gemeente Amsterdam

Sinds een aantal jaren heeft de gemeente Amsterdam met het WSW een *generieke* achternavigovereenkomst. Daarmee wordt niet meer zoals in het verleden het geval was per afzonderlijke lening een achternavigovereenkomst gesloten, maar bestaat er een afspraak voor een gelimiteerde lijst van in Amsterdam opererende corporaties ten aanzien voor alle nieuwe leningen gedurende een bepaalde periode (de laatste overeenkomst geldt voor vier jaar en loopt tot en met 31 december 2014). Amsterdam wordt achteraf geïnformeerd door het WSW als een corporatie een nieuwe lening heeft afgesloten. De volgende tabel geeft een overzicht van de stand per ultimo 2011. Een klein aantal leningen valt nog onder het oude regiem met individuele borging.

In feite is met een *generieke* achternavigovereenkomst sprake van achtervang voor de borging van bedrijfsfinanciering (i.t.t. individuele contracten). Over de tijd kan hierdoor enige discrepantie ontstaan tussen de leningen en de geografische ligging van de onderliggende woningen indien corporaties in meer dan één gemeente actief zijn. Dit betekent ook dat een gemeente zelf minder grip heeft op de voorwaarden van de leningen. Overigens geeft het WSW alleen borging af indien een lening voldoet aan de eigen strikte voorwaarden.¹⁹

¹⁵ Dit betekent op papier een aansprakelijkheid van € 4.8 miljard (de helft van de leningenportefeuille) in het meest extreme geval als alle corporaties in Nederland in problemen komen (het Rijk neemt dan de andere helft voor rekening).

¹⁶ Het totaal van directe gemeenteleningen aan corporaties is groter (ultimo 2011: € 167 miljoen), maar daarvan is het borgingsrisico voor het grootste gedeelte (ruim 80%) overgeheveld aan het WSW. Ook de portefeuille met WSW-garantie is voor het grootste gedeelte afgelost ultimo 2014.

¹⁷ Eén lening, met een nog uitstaande bedrag van € 2,3 miljoen (en een coupon van 7,65%) loopt pas af in 2044, maar hier heeft de gemeente de optie om de lening terug te vorderen in 2014, 2024 en 2034.

¹⁸ Slechts twee kleinere leningen aan Stadsherstel (totaal € 800.000) hebben op dit moment nog een resterende looptijd van 10 jaar

¹⁹ Het WSW toetst van te voren of de leningsvoorwaarden en modaliteiten voldoen aan de standaard van het WSW. Daarnaast stelt het WSW voor borgstelling van (nieuwe) leningen o.a. de volgende voorwaarden: (i) de corporatie heeft een positieve kasstroomprognose; (ii) de waarde van het ingezette onderpand is voldoende; (iii) de te borgen lening voldoet aan het gestelde rentemaximum, (iv) de gemeentelijke achtervang is geregeld, (v) de omvang van de leningen gaat het door het WSW

Tabel 2: Overzicht door de gemeente Amsterdam geborgde leningen

	Geborgd door gemeente Amsterdam	Aandeel in Totaal	Aandeel leningen geborgd door Amsterdam	Generieke borging
Ymere	2,666	28%	75%	Ja
Stadgenoot	1,583	16%	100%	Ja
Rochdale	1,451	15%	94%	Ja
De Key	1,414	15%	91%	Ja
Eigen Haard	1,337	14%	100%	Ja
Alliantie	921	10%	48%	Ja
Woonzorg Nederland	128	1%	7%	Ja
DUWO	71	1%	18%	Ja
Vestia	35	0%	1%	Nee
Stadsherstel Amsterdam	34	0%	100%	Nee
De Goede Woning	3	0%	100%	Nee
Totaal Amsterdam	9,642	100%		
Totaal Nederland	86,256			
Amsterdam/ Nederland	11.2%			

Bron: WSW, gemeente Amsterdam

Onderpand

Een belangrijk element in de zekerheidsstructuur is dat de leningen de zekerheid hebben

Tabel 3: Onderpand van geborgde leningen van Amsterdamse corporaties

	Exploitatie waarde (EW)	WOZ Waarde	Geborgde leningen (totaal)	Loan-to-Value o.b.v. EW	Loan-to-Value o.b.v. WOZ
Ymere	3,664	15,035	3,555	97%	24%
Stadgenoot	1,583	6,033	1,583	100%	26%
Rochdale	1,968	7,351	1,540	78%	21%
De Key	1,614	5,973	1,554	96%	26%
Eigen Haard	1,979	11,197	1,337	68%	12%
Alliantie	2,596	11,064	1,922	74%	17%
Woonzorg Nederland	2,211	4,728	1,925	87%	41%
DUWO	420	943	384	91%	41%
Vestia	3,663	10,485	5,039	138%	48%
Stadsherstel Amsterdam	126	359	34	27%	9%
De Goede Woning	3	22	3	76%	12%

Bron: CFV

beschikbaar gestelde faciliteringsvolume niet te boven, en, de nominale omvang van de geborgde leningenportefeuille is niet meer dan 50% van de WOZ-waarde van het ingezette onderpand.

van de onderliggende waarde van woningen via de positieve hypotheek- en verpandverklaring om de onderliggende woongelegenheden vrij van hypotheek te houden, en op het eerste verzoek van het WSW een hypotheekrecht te verlenen.

Zoals in de tabel is te zien, is de waarde van het onderpand een veelvoud van de nominale waarde van de leningen als het onderpand wordt gewaardeerd op basis van de WOZ-waarde. De WOZ-waarde, de verkoopwaarde van een pand in *onbewoonde* staat, is een redelijke maatstaf voor de waarde van een (onbewoonde) woning voor individuele kopers. Een andere maatstaf, gehanteerd door het CFV is de Volkshuisvestelijke exploitatiewaarde.²⁰ De Volkshuisvestelijke exploitatiewaarde weerspiegelt de verdien capaciteit van woningen in portefeuille. Het is de waarde die voortvloeit uit een voortgezette exploitatie van de woningen door een corporatie. De exploitatiewaarde is weliswaar geen marktwaarde maar geeft de beste indicatie voor de waarde van het woningbezit vanuit het perspectief van andere corporaties. Terwijl de WOZ-waarde gezien kan worden als de bovengrens, is de exploitatiewaarde min of meer een indicatie voor de ondergrens van de waarde van de woningbezit van een corporatie. Met name in de situatie van liquidatie, waarbij woningen in blokken ineens moeten worden verkocht, is de genoemde ondergrens relevant. Immers, voor de hand liggende kopers zijn andere, gezonde corporaties. Zoals te verwachten is de overwaarde op basis van de exploitatiewaarde aanzienlijk minder.²¹ Opvallend is dat er in geval van woningcorporatie Vestia geen overwaarde is op basis van exploitatiewaarde, terwijl dit wel het geval is bij de meeste Amsterdamse corporaties.

Stress-test van de zekerheidsstructuur

Ter illustratie van de zekerheidsstructuur en om inzicht te geven in de omvang van de schok die nodig is voordat aanspraak mogelijk wordt op de achtervangerspositie van de gemeente Amsterdam, wordt hieronder een aantal (extreme) scenario's doorgerekend. In eerste instantie wordt uitgegaan van de "worst case" waarbij alle leningen direct opeisbaar worden. Een situatie die het WSW zeer onwaarschijnlijk, zo niet theoretisch acht.

Zoals hierboven al werd aangegeven, is het waarschijnlijker dat acceleratie vermeden wordt en dat de overgenomen leningen pas door het WSW terugbetaald hoeven te worden op de oorspronkelijke aflooptdatum. De claim op het WSW wordt dan gespreid over de tijd, waardoor het WSW de tijd krijgt om het onderpand te liquideren. De direct impact is dan aanzienlijk kleiner. Daarom bespreken we ook steeds de 'waarschijnlijke' uitkomst.

²⁰ De bedrijfswaarde na uniformering wordt door het CFV de 'volkshuisvestelijke exploitatiewaarde' genoemd. De hier gehanteerde definitie is die van het CFV, omdat de cijfers onderling dan beter te vergelijken zijn. De wet- en regelgeving op het gebied van de jaarverslaggeving biedt grote vrijheid ten aanzien van de wijze waarop de bedrijfswaarde wordt berekend. In de praktijk blijkt ook dat verschillende benaderingen worden gehanteerd. Dit leidt ertoe dat gelijke omstandigheden door afzonderlijke corporaties verschillend kunnen worden gewaardeerd. Hiermee wordt afbreuk gedaan aan het inzicht in de financiële positie en de vergelijkbaarheid tussen corporaties. Om deze reden voert het Fonds bij de beoordelingsmethodiek een aantal uniformeringsslagen door ten aanzien van de opgegeven bedrijfswaarde.

²¹ Een aantal corporaties (o.a. Ymere en De Alliantie) hanteert met ingang van boekjaar 2011 als waarderingsgrondslag voor de waardering van de vastgoedportefeuille niet meer de bedrijfswaarde in hun jaarverslagen (dat aansluit bij het exploitatiebegrip van het CFV) maar o.b.v. de vernieuwde RJ richtlijn 645 de "marktwaarde in verhuurde staat". Deze gerapporteerde marktwaardes liggen op dit moment aanzienlijk hoger dan de exploitatie waarde, maar nog wel onder de WOZ waarde. Ten tijde van het schrijven van dit rapport waren de waarderings o.b.v. dit marktwaarde begrip niet voor alle corporaties beschikbaar. Overigens lijkt dit begrip nauwer aan te sluiten bij een retail-waardering, dan de een wholesale-marktwaardering met relevantie voor grote institutionele beleggers en als het gaat om de executieverkoop van substantiele blokken sociale woningen.

BOX 5: Chronologie Vestia-crisis²²

26 sep '11	WSW geeft Vestia een faciliteit tot een bedrag van maximaal 1,05 miljard euro als borg van tijdelijke liquiditeitstekorten om margin calls te betalen. Zonder deze voorziening dreigde Vestia onmiddellijk in surseance van betaling te komen. ²³
25 okt '11	Afspraken tussen Vestia, het CFV en het ministerie van BZK over informatie en afbouw van de derivatenportefeuille, waarover veel onduidelijkheid bleek te bestaan.
11 nov '11	CFV beoordeelt de voorstellen van Vestia (dd. 8 nov) voor derivaten-afbouw en aanpassingen treasurybeleid als onvoldoende zijn. Het CFV constateert dat (1) omvang en samenstelling van de derivatenportefeuille van Vestia niet passend zijn voor een woningcorporatie; (2) de risicobeheersing bij Vestia onvoldoende is. Het CFV plaatst overgaan tot het onder verscherpt toezicht plaatsen van Vestia, waarna Vestia terstond een herstelplan dient te maken.
7 dec '11	WSW geeft Vestia een aanwijzing om in een financieel plan te laten zien dat zij duurzaam borgbaar is. In aansluiting op hetgeen het CFV en het WSW van Vestia hebben gevraagd, heb ik Vestia op 27 december 2011
27 dec '11	Minister geeft Vestia aan: <ol style="list-style-type: none"> 1. De noodzaak van vermindering van liquiditeitsrisico's door afbouw van de derivatenportefeuille. 2. De noodzaak van verbetering governance. Vestia is gevraagd op zeer korte termijn twee extra bestuurders en drie nieuwe leden van de raad van commissarissen te benoemen. 3. Dat Vestia in strijd handelt met artikel 70d Woningwet: in sommige financiële contracten kwamen clausules voor die de inzet van het toezichtinstrumentarium belemmerden, met het risico van directe opeisbaarheid van leningen of onmiddellijk ontbinding van derivatencontracten tegen marktwaarde. <p>Minister kan geen formele toezichtmaatregelen inzetten (zoals aanwijzing of aanstellen van externe toezichthouder).</p>
7 jan '12	Vestia levert eerste versie van het herstelplan aan het CFV. CFV en WSW laten per brief weten dat het plan onvolledig en ontoereikend is.
17 jan '12	WSW geeft Vestia op verzoek nog eens 550 miljoen euro aan faciliteringsvolume ten behoeve van het betalen van margin calls.
23 jan '12	Na een gesprek met het CFV, WSW en BZK op 19 januari 2012 levert Vestia een aangepaste herstelplan in.
26 jan '12	Een interdepartementale taskforce wordt ingesteld waarin het ministerie van BZK en het ministerie van Financiën op hoog ambtelijk niveau zitting hebben. Deze taskforce adviseert over de financiële aspecten en over de herijking van kaderstelling en toezicht.
1 feb '12	Vestia stelt twee interim-bestuurders aan. De dan nog zittende bestuurder Erik Staal treedt direct terug. Hij krijgt 3,5 miljoen euro uitgekeerd op basis van pensioenafspraken.
1 feb '12	CFV concludeert over het aangepaste herstelplan van Vestia dat een goede probleemanalyse ontbreekt over de financiële positie, dat geen structurele oplossing wordt geboden m.b.t. de derivatenportefeuille en dat de financiële armslag van Vestia onvoldoende is om de problematiek voor eigen rekening op te lossen en te absorberen (mede na consultatie van Financiën, De Nederlandsche Bank en het WSW).
6 feb '12	Minister spreekt, samen met het CFV, de interim-bestuurders van Vestia. Vestia kan onder toezicht van het CFV uitvoering geven aan herstelaanpak. Vestia wordt verzocht de eventueel geleden schade in beeld te brengen en de eventuele verantwoordelijken binnen en buiten Vestia op die schade aan te spreken. Vestia stelt een forensisch en feitenonderzoek in.
	CFV stelt een stuurgroep m.b.t. afbouw van de derivatenportefeuille.
22 feb '12	Doorzak-operatie: een deel van de leningen met variabele rente worden samen gevoegd met derivaten tot leningen met een vaste rente omgezet. Ruim € 500 miljoen valt vrij aan gestorte

²² Brief Spies 19-6-2012

²³ Capitad was inmiddels al bezig als adviseur in het derivatenonderzoek van het CFV

	margin calls en de negatieve marktwaarde op de derivatenportefeuille daalt met 675 miljoen euro.
1 mrt '12	Twee nieuwe leden van de Raad van Commissarissen aangesteld bij Vestia. Uiterlijk per 1 oktober zal opnieuw een lid van de 'oude' RvC plaats maken voor een nieuw lid.
16 mrt '12	Vestia levert een nieuw (derde) verbeterplan in: <ul style="list-style-type: none"> • Van de negatieve marktwaarde van € 1,7 miljard zou 1,2 miljard euro binnen enige tijd worden afgebouwd. Dit verlies zou over een periode van 40 jaar met ongeveer 30 miljoen euro per jaar worden uitgesmeerd. • Verkopen van ongeveer 15.000 woningen in 10 jaar. • Aanpassing van huurbeleid en besparing op de bedrijfsvoering. • Sterke reductie van investeringen, behalve in sociale huurwoningen in Zuid-Holland
26 apr '12	Brief minister aan Tweede Kamer: <ul style="list-style-type: none"> • Steunt oordeel CFV van 17 april over verbeterplan: geen goedkeuring, wel aanknopingspunten. • Overleg met de banken van groot belang is voor de te volgen koers en dat de definitieve aanpak
21 mei '12	Vestia start (samen met het CFV) gesprekken met banken. Vestia schort op dat moment eenzijdig de betaling van margin calls op, nadat het WSW hypotheek heeft gevestigd op het merendeel van het bezit van Vestia.
30 mei '12	"Standstill"-periode afgesproken met banken: de tijdelijke opschorting van betaling van margin calls wordt tweezijdig. Doel is om tot een structurele oplossing te komen.
8 jun '12	Standstill verlengd
18 juni '12	Getekende overeenkomst tussen partijen.

BOX 6: De Vestia-deal²⁴

De afspraken

- Vestia koopt de derivatencontracten af die het heeft met 9 banken voor ongeveer € 2 miljard. Dit is bijna de hele derivatenportefeuille.
- Van dat bedrag heeft Vestia ongeveer € 1,3 miljard al betaald aan de banken met de margin calls.
- Vestia betaalt daarnaast nog € 100 miljoen.
- Het consortium van banken verstrekt een tienjarige lening van bijna € 600 miljoen aan Vestia (condities verder onbekend).
- Vestia vraagt voor € 700 miljoen saneringssteun aan bij het CFV om het contante bedrag en de lening af te kunnen betalen. Het CFV zal hiertoe gedurende tien jaar een heffing opleggen aan de corporatiesector. Dat kan binnen de huidige heffingsgrens van 1% van de huursom van de sector (circa 120 miljoen per jaar).
- Vestia heeft zich in de overeenkomst het recht voorbehouden om banken aansprakelijk te stellen als sprake blijkt te zijn geweest van fraude, omkoping of andere ernstige verwijtbaarheid aan de kant van de banken (regresrecht).
- De oplossing van de derivatenproblematiek bij Vestia gevonden zou worden binnen het bestaande zekerheidsstelsel

De gevolgen

Er is een verlies van ongeveer 2 miljard euro aan maatschappelijk vermogen dat bestemd was voor de volkshuisvesting. De investeringsactiviteiten in sociale huisvesting komen onder druk. Landelijk wordt gesproken met Aedes over de mogelijkheden van andere corporaties om Vestia te helpen de noodzakelijke investeringsopgaven toch te realiseren.

Vestia kan met deze overeenkomst haar verbeteracties uitvoeren en een saneringsplan opstellen. Het

²⁴ Brief Spies 19-6-2012

aandeel in het verlies dat Vestia voor haar rekening neemt, bedraagt ongeveer 1,3 miljard euro, hetgeen moet worden goedge maakt door o.a. de verkoop van 15.000 woningen in tien jaar. Daarbij kan grootschalige verkoop aan andere corporaties helpen om ook weer enige investeringscapaciteit te krijgen en een sanering op de lopende exploitatie te voorkomen. Op dit moment ontwikkelt Aedes daarvoor initiatieven. Gegeven de sanering door het CFV kan het WSW ten behoeve van Vestia zo nodig borgen bij een volgende financieringsbehoefte (met name in verband met herfinanciering). Of er uiteindelijk nog tekorten zullen zijn is nog niet te zeggen.

Faillissement als slecht alternatief gezien

Faillissement was lange tijd een dreigend scenario. Banken hadden de verslechterde financiële situatie kunnen interpreteren als een 'material adverse change' en op grond daarvan de derivatencontracten kunnen ontbinden en de negatieve marktwaarde daarvan direct kunnen opeisen. De consequenties van faillissement zijn moeilijk in te schatten omdat ze mede afhankelijk zijn van de opbrengst van verkoop van bezit van Vestia (exploitatie waarde woningen lager dan leningen) en de negatieve marktwaarde op het moment van faillissement (deze was op enig moment circa € 3 miljard). Volgens de minister leverden scenario berekeningen het beeld op dat de financiële gevolgen voor de corporatiesector aanzienlijk groter zouden zijn dan het verlies van 2 miljard euro als gevolg van de nu gesloten overeenkomst. Ook is aangevoerd dat een faillissement van Vestia door de financiële sector, die dan ook verlies zouden leiden, beschouwd zou kunnen worden als afbreuk van de zekerheid die het stelsel biedt, met als gevolg hogere financieringslasten voor corporaties en geringere beschikbaarheid van leningen van banken voor corporaties.

Vanwege het nadrukkelijk vermijden van faillissement is het WSW met haar garanties geheel buiten schot gebleven.

Rol Achtervang

Gedurende het proces is zowel op ambtelijk als bestuurlijk niveau overleg gevoerd met de VNG en met de gemeenten Den Haag en Rotterdam (achtervanger-gemeenten) en later ook met de gemeenten Zoetermeer en Delft. Recent zijn werkafspraken met de gemeenten gemaakt, waarbij de gemeenten is gevraagd de volkshuisvestelijke en financiële consequenties van de problematiek bij Vestia in kaart te brengen. Het ministerie BZK zal in overleg met deze gemeenten en corporaties kijken naar een maatwerkoplossing waar de specifieke situatie van die gemeente om vraagt.

De minister wil daarnaast met de VNG overleggen om naar de gezamenlijke achtervang te kijken.

Scenario 1: Een zeer grote woningcorporatie in Nederland komt in betalingsproblemen

In dit eerste scenario voldoet een (zeer grote) woningcorporatie (of een aantal kleinere corporaties) buiten Amsterdam niet meer aan de betalingsverplichtingen. Uitgegaan wordt van een geborgde leningenportefeuille van € 6.0 miljard, waarbij de gemeente Amsterdam slechts voor 1% van de leningenportefeuille contractueel als achtervanger optreedt (en andere gemeenten dus 99%).²⁵

In dit gestileerde voorbeeld, gaan we er van uit dat het station, waarbij met de hulp van CFV getracht wordt te saneren, is gepasseerd, en dat de financiers van geborgde leningen zich wenden tot de eerste schakel van de borgingsstructuur, het WSW.

We beginnen met de slechtste uitkomst: de assumptie dat de leningen meteen opeisbaar zijn, en het WSW niet de tijd krijgt om het onderpand te liquideren.

Tabel 4: Corporatie A (voornamelijk activiteiten buiten Amsterdam) failliet en schuld direct opeisbaar

Corporatie A		€ miljoenen
Totale leningportefeuille		6,000
1% van de leningenportefeuille wordt geborgd door de gemeente Amsterdam		
WSW		
Reserve	477	
Obligo (aangepast*)	3,090	
		3,567 -
Tekort		2,433
Aanvulling minimum garantiereserve WSW		216 +
Door achtervangers te financieren:		2,649
<i>Waarvan:</i>		
Rijk (50%)	1,325	
Gemeenten (50%)	1,325	
waarvan: schade gemeente(n)	662	
landelijk deel	662	
Renteloze lening gem. Amsterdam:		81
waarvan : u.h.v. <u>schade</u> gemeente	7	
(=1.0% van schade gemeente deel)		
u.h.v. <u>landelijke</u> deel	74	
(=11.2% van landelijk deel)		
Rentekosten p.j. gem. Amsterdam		4
* Aangenomen wordt dat insolvente corporatie(s) niet aan hun obligoverplichting kunnen voldoen		

In een dergelijke situatie zal het WSW in eerste instantie de obligo's opeisen van de aangesloten leden, hiermee komt de totale buffer van het WSW op ruim € 3,5 miljard (merk op: aangenomen wordt dat de insolvente corporatie niet aan zijn obligoverplichting kan

²⁵ Hoewel dit scenario bedoeld is als een illustratie van de zekerheidssysteem op papier, is de omvang van de leningenportefeuille en de achtervangerspositie van de gemeente Amsterdam gelijk aan de situatie bij Vestia met een leningenportefeuille rond € 6.1 miljard (o.a. brief aan gemeenteraad van B&W Rotterdam d.d. 14 februari 2012) , waarbij de gemeente Amsterdam via een individuele achtervangovereenkomst voor een kleine 1% de achtervanger is.

voldoen). Indien er dan nog geen voldoende middelen zijn, zal aanspraak gemaakt worden op de achtervangers: het Rijk en gemeenten, ieder voor de helft. (Daarbij dient rekening gehouden te worden dat de reserves van het WSW terug dienen te worden gebracht tot het minimale garantieniveau van € 216 miljoen.) De door de achtervangers te verstrekken renteloze lening aan het WSW is in dit voorbeeld ruim € 2,6 miljard, waarbij de gemeenten tezamen verantwoordelijk zijn voor de helft: ruim € 1,3 miljard. De schadegemeenten leveren de helft van het gemeentedeel, en de landelijke gemeenten tezamen de andere helft; in het voorbeeld betekent dit ieder: € 662 miljoen. De gemeente Amsterdam neemt 1% voor rekening van de renteloze lening aan het WSW van de schadegemeenten (omdat Amsterdam in dit voorbeeld contractueel voor 1% van de geborgde leningenportefeuille de achtervanger is); dit is een lening van € 7 miljoen. T.a.v. het landelijk deel, dient de gemeente Amsterdam conform haar aandeel in alle leningen die het WSW landelijk borgt bij te dragen. Dit betekent 11.2% van € 662 miljoen, oftewel € 74 miljoen. Hiermee komt de totale lening aan het WSW op € 81 miljoen (= 74 miljoen + 7 miljoen). Deze leningen brengen jaarlijkse rentekosten met zich meebrengen van circa € 4 miljoen²⁶.

Omvang en timing van de terugbetaling van deze lening is afhankelijk van de voortgang en het succes van de liquidatie van de activa.

Het bovenstaande is de uitkomst in het slechtste geval, waarbij de leningen bij faillissement direct opgeëist worden. Echter, als het WSW wordt geconfronteerd met schuldeisers, dan is de waarschijnlijke uitkomst dat het WSW niet te maken krijgt met de aflossing-ineens van de hele leningenportefeuille, maar met gespreide aflossingen. Daarmee krijgt het tijd het in onderpand gegeven woningbezit te liquideren. Merk op dat in een dergelijke situatie het WSW niet alle rentekosten van de overgenomen leningenportefeuille hoeft te financieren, maar alleen een eventueel tekort aan kasstroom dient te subsidiëren. Het WSW heeft immers als onderpand geen leegstaande woningen in handen, maar heeft toegang tot een redelijk stabiele huurstream waarmee (tenminste een gedeelte van) de rentebetaling kunnen worden gefinancierd.

In beide hier geschetste uitkomsten – de slechtste en de verwachte – is de verwachte liquidatiewaarde van het onderpand t.o.v. leningenportefeuille een cruciaal variabele. Zoals aan het begin van dit hoofdstuk aangegeven, lijkt de exploitatiewaarde van de woningen, die de toekomstige verdien capaciteit voor de onderliggende woningen reflecteert, een betere maatstaf hiervoor dan de WOZ waarde. Andere, gezonde corporaties zijn immers de aangewezen kandidaat-kopers. Zoals hierboven vermeldt is er nauwelijks overwaarde op basis van deze maatstaf bij de Amsterdamse corporaties. In principe is het ook mogelijk om, zoals bij Vestia, dat het onderpand o.b.v. de exploitatiewaarde lager is dan de aflossingswaarde van leningen.^{27, 28}

Zolang het liquidatie tekort beperkt is, zijn de buffers van het WSW ruim genoeg om tekorten op te vangen. Bij een groot tekort is het in principe wel mogelijk dat het WSW (een gedeelte) van het obligo zal moeten opeisen. Overigens kunnen zich ook “timing” problemen zich kunnen voordoen. Bijvoorbeeld als de verkoop van het onderpand trager verloopt dan noodzakelijk om te voldoen aan het aflossingsschema van de leningenportefeuille. In

²⁶ Bij deze berekening wordt er van uitgegaan dat de gemeente Amsterdam het geld voor de lening zelf weer moet lenen, en dat dit tegen een rentetarief gebeurt van 5%

²⁷ Hoewel het WSW een minimale onderpandwaarde stelt door als voorwaarde voor borging een minimale loan-to-value van 50% van de WOZ waarde te hanteren (zie voetnoot 21), is een belangrijke onderwaardering mogelijk op basis van de exploitatiewaarde maatstaf.

²⁸ Op basis van publiek beschikbare informatie op dit moment, is de waarde van het onderpand van Vestia minder dan de exploitatiewaarde en behoort, ten minste op papier, een liquidatietekort tot de mogelijkheden.

principe kunnen dit soort omstandigheden leiden tot de noodzaak van een overbruggingskrediet.

Samenvattend is het beeld van scenario 1, waarbij een zeer grote corporatie in het land met zeer weinig activiteiten in de gemeente Amsterdam, omvalt, als volgt:

- De *verwachte* uitkomst indien het zover komt dat schuldeisers zich wenden tot het WSW is dat de sector de situatie zelf kan oplossen. Met de liquidatie opbrengst van het onroerend goed worden geborgde leningen afgelost. Verwacht mag worden dat als er een tekort optreedt bij de liquidatie van het onderpand, dit door de buffers van het WSW opgevangen kan worden.
- De *theoretisch slechtste* uitkomst is dat financiers de leningen direct opeisen. In dat geval is er te weinig tijd om het onderpand te liquideren, zijn de buffers van het WSW te klein, en moet er een beroep op de achtervangers worden gedaan. In het rekenvoorbeeld van dit scenario moet Amsterdam een renteloze lening aan het WSW verschaffen van ruim € 80 miljoen, waarvan de jaarlijkse rentekosten voor Amsterdam circa € 4 miljoen bedragen.

Scenario 2: Een aantal grote woningcorporaties in Amsterdam komen in betalingsproblemen ²⁰

In dit tweede scenario wordt geïllustreerd wat de situatie kan zijn als in Amsterdam opererende corporaties niet meer kunnen voldoen aan hun betalingsverplichtingen. In tegenstelling tot het voorgaande scenario, heeft de gemeente Amsterdam met in Amsterdam opererende corporaties expliciet een achtervangovereenkomst.

Indien slecht één Amsterdamse corporatie failliet zou gaan, en schuldeisers wenden zich tot het WSW, dan zijn de buffers van het WSW voldoende. Zo is het door de gemeente Amsterdam verzekerde gedeelte van de grootste woningcorporatie, Ymere, 'slechts' € 2.7 miljard; dit staat tegenover de WSW buffer van ruim € 3.5 miljard.

Voor de vergelijkbaarheid met het voorgaande scenario wordt in dit tweede scenario uitgegaan van een zeer grote geborgde leningenportefeuille van € 5 miljard. Dit is ongeveer de helft van alle leningen waarbij de gemeente Amsterdam als achtervanger optreedt²⁹. M.a.w. dit tweede scenario kan zich in de praktijk alleen voordoen als meerdere grote Amsterdamse corporaties tegelijkertijd in problemen komen.

Aangenomen wordt in dit voorbeeld dat gemeente Amsterdam voor 85% van de geborgde leningenportefeuille contractueel de achtervanger is, dat het saneringstraject o.l.v. het CFV niet het gewenste effect heeft en schuldeisers zich tot het WSW wenden.

Tabel 5 geeft het rekenvoorbeeld voor de slechtste uitkomst. Het WSW eist in eerste instantie de obligo's op van de aangesloten leden, hiermee komt de totale buffer van het WSW op € 3,6 miljard (merk op: aangenomen wordt dat de insolvente corporaties niet aan hun obligoverplichtingen kunnen voldoen). Indien er dan nog geen voldoende middelen zijn, zal aanspraak gemaakt worden op de achtervangers. Rekening houdend met het aanvullen van het minimale garantieniveau van het WSW (tot € 216 miljoen) dienen de achtervangers een renteloze lening aan het WSW te geven van ruim € 1,6 miljard. De gemeenten tezamen zijn verantwoordelijk voor de helft van dit bedrag: ruim € 800 miljoen. De schadegemeenten leveren weer de helft van het gemeentedeel (€ 400 miljoen), en de landelijke gemeenten tezamen de andere helft (€ 400 miljoen). De gemeente Amsterdam

²⁹ De grootste Amsterdamse corporatie Ymere heeft een geborgde leningenportefeuille van 'slechts' € 3.6 miljard (dit is 40% kleiner dan die van Vestia), waarvan bovendien maar 75% de gemeente Amsterdam de achtervanger is. (Jaarverslag Ymere 2011; aangenomen is dat de geborgde schuld van Vestia € 6.1 miljard bedraagt)

neemt in dit scenario 85% voor rekening van de renteloze lening van de schadegemeenten (gegeven de aanname in dit voorbeeld dat Amsterdam voor 85% de achtereenvolgende van de schadegemeenten is): € 342 miljoen (aanzienlijk meer dus dan in scenario 1). Het resterende deel (15%) is de verantwoordelijkheid van de andere schadegemeente(n). Ook dient Amsterdam t.a.v. het landelijk deel, conform haar aandeel in alle leningen die het WSW landelijk borgt, bij te dragen. Dit is 11.2% van € 403 miljoen, oftewel € 45 miljoen. Hiermee komt de totale lening aan het WSW op € 387 miljoen (= 342 miljoen + 45 miljoen). Deze leningen brengen jaarlijkse rentekosten met zich mee van circa € 19 miljoen.³⁰

Tabel 5 Amsterdamse corporaties in betalingsproblemen (schuld direct opeisbaar)

Amsterdamse Corporaties B, C, D		€ miljoenen
Totale leningportefeuille		5,000
85% van de leningenportefeuilles wordt geborgd door de gemeente Amsterdam		
WSW		
Reserve	477	
Obligo (aangepast*)	3,129	
		3,606 -
Tekort		1,395
Aanvulling garantiereserve WSW		216 +
Door achtereenvolgende te financieren:		1,611
<i>Waarvan:</i>		
Rijk (50%)	805	
Gemeenten (50%)	805	
waarvan: schade gemeente(n)	403	
landelijk deel	403	
Renteloze lening gem. Amsterdam		387
waarvan : u.h.v. schade gemeente	342	
(=85% van schade gemeente deel)		
u.h.v. landelijke deel	45	
(=11.2% van landelijk deel)		
Rentekosten p.j. gem. Amsterdam		19
* Aangenomen wordt dat insolvente corporatie(s) niet aan hun obligoverplichting kunnen voldoen		

Dit is het worst-case scenario waarbij de leningen meteen vrijvallen, en er nog geen voldoende middelen zijn als het WSW de obligo's heeft opgeëist. De waarschijnlijke uitkomst is dat het WSW er in slaagt om de betalingsverplichtingen van de geborgde leningen te spreiden door de tijd. Aflossingen van leningen kunnen dan te zijner tijd worden gefinancierd met de verkoop van het woningenbezit. Wederom is een belangrijke voorwaarde is dat de liquidatie van het onderpand genoeg opbrengt.³¹

³⁰ Bij deze berekening wordt er van uitgegaan dat de gemeente Amsterdam het geld voor de lening zelf weer moet lenen, en dat dit tegen een rentetarief gebeurt van 5%

³¹ Opmerkelijk is dat de loan-to-values van het onderpand van de Amsterdamse corporaties aanzienlijk gunstiger zijn dan in het geval van Vestia, zowel t.o.v. de exploitatiewaarde als t.o.v. de WOZ waarde. Hoewel een tekort na liquidatie van het woningenbezit vanuit dit perspectief dus niet

Samenvattend is het beeld van scenario 2, waarbij een aantal Amsterdamse corporaties omvalt, als volgt:

- Ook nu is de *verwachte* uitkomst als schuldeisers zich direct tot het WSW wenden, dat de sector, samen met het WSW, de situatie zelf kan oplossen. Met de liquidatieopbrengst van het onroerend goed worden geborgde leningen afgelost. Verwacht mag worden dat eventuele tekorten in principe opgevangen kunnen worden door de buffers van het WSW.
- De *theoretisch slechtste* uitkomst is dat financiers van de corporatieleningen deze direct opeisen. In dat geval is er te weinig tijd om het onderpand te liquideren, zijn de buffers van het WSW te klein, en moet er een beroep op de achtervangers worden gedaan. Omdat in dit voorbeeld Amsterdam de schadegemeenten is, moet Amsterdam een veel hogere renteloze lening aan het WSW verschaffen. In het rekenvoorbeeld van scenario 2, waarbij het gaat om de aflossing van een totale leningenportefeuille van € 5 miljard (€ 1 miljard minder dan in scenario 1), gaat het om een lening van een bedrag van ruim € 387 miljoen, waarvan de jaarlijkse rentekosten voor Amsterdam circa € 19 miljoen zullen bedragen.

Scenario 3: Naast een grote landelijke corporatie gaat een Amsterdamse woningcorporatie failliet²⁰

Het 3e scenario geeft een beeld als korte tijd na insolventie van een zeer grote landelijk opererende corporatie, waarbij schuldeisers zich direct tot het WSW wenden, een andere Amsterdamse corporatie in grote financiële problemen komt.

De volgende tabel geeft inzicht in de financiële consequenties voor de gemeente Amsterdam indien de schuldeisers direct een beroep doen op de zekerheidsstructuur voor de gehele schuld. Op de horizontale as van de tabel staat de omvang van een geborgde leningenportefeuille (in miljoenen) waarvoor de gemeente Amsterdam achtervanger is; de verticale as geeft de omvang van een leningenportefeuille waarvoor de gemeente Amsterdam slechts een landelijke verantwoordelijkheid heeft. In de tabel is af te lezen hoe groot de renteloze lening die de gemeente Amsterdam aan het WSW in de zekerheidsstructuur verplicht is te verstrekken (in het zwartste scenario van meteen opeisbare leningen); de getallen tussen haakjes geven een indicatie van de rentekosten voor de gemeente Amsterdam van een lening.

In de tabel is af te lezen dat als bijvoorbeeld een landelijke corporatie met een geborgde leningenportefeuille van € 6 miljard omvalt en kort daarna een Amsterdamse corporatie met een geborgde leningenportefeuille € 2 miljard ook in betalingsproblemen komt, en de schuldeisers een volledig beroep doen op de zekerheidsstructuur (aangenomen wordt dus dat het saneringstraject met het CFV niet het gewenste effect heeft opgeleverd), dit dan leidt dit tot een verplichting van de gemeente Amsterdam tot het verstrekken van een renteloze lening aan het WSW van € 428 miljoen; een dergelijke lening brengt jaarlijkse rentekosten met zich mee van circa € 21 miljoen.

waarschijnlijk lijkt, zal het toch een behoorlijke opgave zijn om in zeer moeilijke tijden kopers te vinden voor een groot aanbod van woningen in één regio tegen een gunstige prijs.

Tabel 6: Matrix gecombineerde schok en beroep op de zekerheidsstructuur

	Amsterdam				€ miljoenen
	<i>nul</i>	1,000	2,000	3,000	
Landelijk	<i>nul</i>	-	-	-	-
	1,000	-	-	-	158
					(8)
	2,000	-	-	88	287
				(4)	(14)
	3,000	-	52	206	405
			(3)	(10)	(20)
	4,000	16	126	295	498
		(1)	(6)	(15)	(25)
	5,000	45	185	367	575
		(2)	(9)	(18)	(29)
	6,000	74	235	428	882
	(4)	(12)	(21)	(44)	

Uit de matrix is op te maken dat als een corporatie met de omvang van Vestia in problemen komt en er bovendien een volledig beroep wordt gedaan op de zekerheidsstructuur (waarbij de buffers van het WSW dus zijn verdwenen en de achtervangers in stelling zijn gebracht), elk volgende faillissement van een grote corporatie meteen zal leiden tot een beroep op de achtervangers. De zekerheidsstructuur functioneert dan niet meer zoals het ontworpen is. In de praktijk zal dit waarschijnlijk betekenen dat de huidige zekerheidsstructuur zal moeten worden vervangen door een nieuw systeem. Nationalisatie van de corporaties kan een plausibele uitkomst zijn.

Dit zwartste scenario is echter niet het waarschijnlijke scenario. Zelfs niet als schuldeisers zich direct wenden tot het WSW. Voorwaarde is echter dat het WSW het lukt om het onderpand zonder al te veel kleerscheuren op tijd over te dragen aan andere gezondere corporaties. Desalniettemin zal bij een tweede grote faillissement in korte tijd het systeem flink kraken. Zorgen om de kapitaalsbasis van het WSW kan resulteren een beroep op de obligo "uit voorzorg", met name als er "besmettingsgevaar" bestaat en men bang is voor een domino effect met gevaar voor het systeem. Daarbij valt niet uit te sluiten dat "de politiek" dan toch een moreel appel doet op de gemeenten om daarvoor een bijdrage te leveren.

Samenvattend is het beeld van scenario 3, waarbij naast een corporatie met de omvang van Vestia ook een Amsterdamse corporatie omvalt, als volgt:

- Ook nu is de *verwachte* uitkomst dat de sector de situatie zelf kan oplossen. Hoewel het systeem flink zal kraken en wellicht uit voorzorg het WSW obligo's opvraagt wat een flinke claim kan leggen op corporaties.
- De *theoretisch slechtste* uitkomst is dat financiers van de corporatielingen direct opeisen. In een dergelijke situatie is, zal een direct een beroep worden gedaan op de achtervangers. Het zekerheidssysteem functioneert dan niet meer zoals dat ontworpen en is aan vervanging toe.

Conclusie

Sinds de oprichting van het WSW in 1983 is er nog nooit een beroep gedaan door een geldgever van een corporatie-in-problemen op het WSW. Het WSW heeft ook nimmer aanspraak gemaakt op de deelnemende corporaties om de borgingsreserves aan te vullen. Dit, terwijl het alles behalve rustig geweest is in de sector. Een belangrijke rol heeft hierbij het CFV gehad. Het CFV heeft in haar geschiedenis als saneringsfonds in totaal al aan 18 woningcorporaties saneringssteun toegekend. Tot op heden is het CFV (in samenwerking met het WSW) dus zeer succesvol geweest in het in de hand houden van de problemen in de sector.

Aan de andere kant betekent dit dat de zekerheidsstructuur ook niet werkelijk is getest. De problemen met Vestia, verreweg de grootste corporatie van Nederland, is van een andere orde vergeleken met de corporaties die tot nu toe in problemen raakten. De sector, inclusief het WSW en het CFV, lijkt er zeer op gebrand om ook nu de zaken zelf op te lossen. En zelfs als de situatie nog verder zou escaleren, dan nog is het niet waarschijnlijk dat er een beroep op de achtervangers zal worden gedaan, indien de zekerheidsstructuur opereert als het op papier zou moeten doen.

In dit hoofdstuk zijn we uitgegaan van gestileerde extreme scenario's waarbij de assumptie is dat het saneringstraject o.l.v. het CFV niet het gewenste resultaat heeft opgeleverd en schuldeisers zich direct wenden tot het WSW, en het WSW besluit de verplichtingen over te nemen van de geborgde leningen van een corporatie-in-problemen. Het moge duidelijk zijn dat dit op dit moment niet de situatie is bij Vestia, waar de problematiek zich afspeelt op het niveau van de saneringstraject o.l.v. van het CFV. Overigens wordt daarbij nadrukkelijk vermeden om de situatie te laten escaleren naar de volgende fase in de zekerheidsstructuur gegeven de mogelijke lange termijn consequenties voor de sector.

BOX 7: Achtervangerspositie binnen Amsterdamse treasurybeleid

De gemeente is binnen de Treasury haar risicobeleid aan het herzien. Dit raakt het beleid van leningen en garanties, de schuldquote en het risicobeheer van de gemeenteschuld.

Met betrekking tot het verstrekken van leningen en garanties, waar men in het verleden ook geen zekerheden vroeg, zijn de principes van het nieuwe beleid om (1) terughoudender te zijn, en mogelijk (2) een vergoeding in te voeren voor het risico dat de gemeente op de lening of garantie loopt. Zie ook de aanbevelingen in dit rapport.

Voor de schuldquote overweegt men het beleid primair te richten op de netto schuldquote, uitgedrukt als percentage van de gemeente-inkomsten. Een eventuele mobilisering van de achtervang van het WSW zal geen effect hebben op de netto schuld (het uitlenen aan het WSW en de herfinanciering door de gemeente vallen tegen elkaar weg).

Voor het risicobeheer van de schuld zijn de leningen en garanties wel van belang. Indien er een *mismatch* is tussen de modaliteiten en daarmee de risico's van het uit- en inlenen, dan worden ook de financiële risico's voor de gemeente vergroot. Aanbevolen wordt om, zodra men voor de gemeenteschuld duidelijk heeft geformuleerd wat aanvaardbare risico's zijn, ervoor zorg te dragen dat ook de partijen, waaraan de gemeente leningen of garanties verstrekt, zich aan die normen houden. Voor het WSW en de woningcorporaties kan dit bijvoorbeeld betekenen dat men alleen achtervang verschaft als het derivaten gebruik van corporaties voldoet aan strikte voorwaarden (bijvoorbeeld, aan de voorwaarden waaraan de gemeente zelf voldoet). Zulke voorwaarden kunnen bij de verlenging van de achtervangovereenkomst worden vastgelegd.

Hoofdstuk 4 Actuele financiële positie Amsterdamse corporaties

Inleiding

In dit hoofdstuk gaan we kort in op de actuele financiële gesteldheid van de Amsterdamse corporaties. Een sterke balans betekent immers dat financiële schokken gemakkelijker kunnen worden opgevangen en dat de kans geringer is dat een beroep moet worden gedaan op de zekerheidsstructuur.

Een aantal ontwikkelingen in de afgelopen jaren hebben het verdienmodel van de sector onder druk gezet. Sociale huren zijn doorgaans niet toereikend om alle investeringsplannen in nieuwbouw en renovatie e.d. te financieren. De terugvallende verkoopopbrengsten van koopwoningen in combinatie met een voorzichtiger opererende bankwezen betekenen dat de liquiditeitsruimte nodig voor deze nieuwe projecten, aan het verslechteren is. Bovendien wordt de sector geconfronteerd met lastenverzwaringen vanuit de overheid, zoals o.a. de invoering van vennootschapsbelasting, de afschaffing van de integratieheffing en de heffing huurtoeslag. Daarbij zorgt de druk vanuit Brussel om het werkveld van corporaties terug te brengen tot de kerntaak en de splitsing van DAEB en niet-DAEB activiteiten, voor onzekerheid over de financierbaarheid van sommige investeringsplannen.

Hoewel de sector minder gevoelig lijkt te zijn voor de conjunctuur dan de private sector, worden nu ook de gevolgen van de ingezette crisis zichtbaar in de bouwproductie van corporaties. De landelijke daling van nieuwbouw van huurwoningen bedroeg in 2010 bijna 16%, terwijl de corporaties 7% minder huurwoningen realiseerden. De landelijke daling in de nieuwbouw van koopwoningen betrof in 2010 bijna 40%, terwijl het aantal koopwoningen gerealiseerd door corporaties ten opzichte van 2009 met 22% afnam. Wel was er bij de nieuwbouw van koopwoningen door corporaties sprake van een belangrijke toename van de kortingen op de verkoopprijs.

Dat de corporatie een belangrijke motor is voor de Nederlandse, en dus ook Amsterdamse economie, blijkt uit het feit dat de corporatiesector, die nog geen derde deel van de Nederlandse voorraad omvat, in 2010 goed was voor ruim de helft van de nieuwbouwproductie van woningen. Per saldo steeg het aandeel van corporaties in de landelijke bouwproductie van huur en koop samen van 39% in 2007 naar ruim 57% in 2010. Het CBS voorziet op basis van het aantal afgegeven bouwvergunningen een verder dalende trend in de landelijke bouwproductie voor het komende jaar.

Een vragenlijst over de stand van de financiële zaken, die in het kader van dit onderzoek aan Amsterdamse corporaties werd gestuurd, werd over het algemeen niet beantwoord. Een aantal corporaties verwees naar hun jaarverslag over 2011. Helaas was het jaarverslag van meer dan de helft van de corporaties nog niet publiekelijk beschikbaar ten tijde van het schrijven van dit rapport (en dus ook niet voor de gemeente Amsterdam). Bovendien biedt de wet- en regelgeving op het gebied van de jaarverslaggeving een grote vrijheid ten aanzien van de wijze waarop een aantal belangrijke balansposten wordt gepresenteerd of berekend. In de praktijk blijkt ook dat verschillende benaderingen worden gehanteerd, waardoor de cijfers moeilijk vergelijkbaar zijn.

Het CFV meet de gezondheid van corporaties en publiceert haar bevindingen jaarlijks. Het CFV spant zich daarbij in om de verschillende benaderingswijzen van corporaties t.a.v. hun financiële cijfers beter vergelijkbaar te maken voor de stakeholders. De gegevens waarover het CFV o.a. de beschikking krijgt zijn de prognoses van de kasstromen van corporaties in de komende 5 jaar. Ook het WSW gebruikt deze gegevens voor het toewijzen van het

faciliteringsvolume.³² Ten tijde van het schrijven van dit rapport waren de gegevens van het CFV t.a.v. de Amsterdamse corporaties over 2011 ook nog niet publiekelijk beschikbaar (en ook niet voor de gemeente Amsterdam). Als suboptimale oplossing is gekozen om in dit rapport vooralsnog de bevindingen van het CFV over 2010 over te nemen.

Financiële positie Amsterdamse corporaties

T.a.v. de financiële gesteldheid van corporaties geeft het CFV twee financiële kwalificaties: het solvabiliteitsoordeel, en het continuïteitsoordeel. Met het eerste oordeel wordt vastgesteld of de woningcorporatie op balansdatum haar verplichtingen kan nakomen. De financiële effecten van voorgenomen activiteiten na balansdatum blijven hierbij buiten beschouwing. Bij het tweede oordeel gaat het om de financiële lasten en opbrengsten van de voorgenomen activiteiten in verhouding tot de financiële mogelijkheden. Het solvabiliteitsoordeel is gebaseerd op twee bouwstenen: het volkshuisvestelijk vermogen op balansdatum en het vermogen dat op balansdatum beschikbaar moet zijn om de risico's te kunnen opvangen. Het continuïteitsoordeel kent vergelijkbare bouwstenen: het volkshuisvestelijk vermogen aan het eind van de prognoseperiode en het vermogen dat beschikbaar moet zijn om de risico's te kunnen opvangen aan het einde van de prognoseperiode.³³

Alle Amsterdamse corporaties kregen van het CFV een voldoende voor de solvabiliteit van de balans (het maximaal haalbare). T.a.v. het continuïteitsoordeel kregen drie corporaties, Stadgenoot, Rochdale en De Key, een A2 kwalificatie, de anderen een A1-kwalificatie (zie tabel hieronder).³⁴

Tabel 7: CFV-oordeel en kritieke kengetallen

	VHE	CFV Continuï- teit- oordeel	CFV Solvabiliteit- oordeel	Volkshuis- vestelijk vermogen	Huur opbrengst	Netto kasstroom
	(cijfers x € 1 miljoen)					
Ymere	81,346	A1	Voldoende	639	419	93
Stadgenoot	34,973	A2	Voldoende	270	177	24
Rochdale	44,079	A2	Voldoende	482	214	23
De Key	35,741	A2	Voldoende	218	167	12
Eigen Haard	58,160	A1	Voldoende	614	291	67
Alliantie	59,451	A1	Voldoende	969	309	58
Woonzorg	44,015	A1	Voldoende	536	253	77
DUWO	14,177	A1	Voldoende	165	42	7

Bron: CFV

³² De Amsterdamse corporaties wilden deze gegevens echter niet delen met de gemeente Amsterdam

³³ In de door het CFV gehanteerde methodiek betekent een A1-kwalificatie dat de voorgenomen activiteiten over de gehele 5-jaarprognoseperiode als passend worden beoordeeld bij de vermogenspositie, een A2-kwalificatie dat de voorgenomen activiteiten in 2 jaar de financiële positie in gevaar kan komen. Continuïteitsoordeel B1 wil zeggen dat de voorgenomen activiteiten de financiële positie in het 3e prognosejaar in gevaar brengen, terwijl in de laatste jaren weer de balans wordt gevonden tussen activiteiten en vermogenspositie. Continuïteitsoordeel B2 wil zeggen dat de voorgenomen activiteiten de financiële positie op korte termijn (de eerste 3 prognosejaren) in gevaar brengen. In de laatste jaren wordt de balans tussen activiteiten en vermogenspositie niet hervonden.

³⁴ Landelijk scoren 93% van de corporaties een A1 en 5% een A2 (en de rest lager). Van de referentiegroep van Stadgenoot scoorde 89% een A1 en 7% een A2, van Rochdale en De Key hebben 67% van de corporaties een A1 en 33% een A2

In de tabel zijn naast de CFV kwalificaties ook het aantal verhuureenheden (VHE)³⁵, het volkshuisvestelijk vermogen³⁶, de huuropbrengst en de netto kasstroom van 2010 opgenomen.

Overigens is het vermogen van corporaties sterk afhankelijk van de wijze waarop het woningbezit wordt gewaardeerd. Met ingang van 2011 hebben corporaties de mogelijkheid om op basis van de vernieuwde Nederlandse boekhoudregels, RJ richtlijn 645, het woningenbezit te waarden op basis van z.g. de “marktwaarde in verhuurde staat” in plaats van bedrijfswaarde (dat nauwer aansluit met de definitie van het CFV). Van de Amsterdamse corporaties maken Ymere en De Alliantie daar nu gebruik van. De Key heeft gekozen om het bezit op bedrijfswaarde te blijven waarderen. Andere jaarverslagen waren ten tijde van het schrijven van dit rapport nog niet beschikbaar. De “marktwaarde in verhuurde staat” is (op dit moment) substantieel hoger dan de bedrijfswaarde³⁷. Bij Ymere heeft de aanpassing van bedrijfswaarde naar “marktwaarde in verhuurde staat” als consequentie dat het vermogen in 2010 met maar liefst 5 miljard stijgt van 1.2 miljard naar 6.1 miljard, en bij de Alliantie heeft de stelselverandering geleid tot een aanpassing van het vermogen met 4.7 miljard tot 5.3 miljard.

Ten tijde van het schrijven van dit rapport waren de waarderingen o.b.v. begrip “marktwaarde in verhuurde staat” niet voor alle corporaties beschikbaar. Voor de onderlinge vergelijkbaarheid is hier dan ook gekozen om de benadering van het CFV te laten zien. Bovendien sluit de CFV-definitie beter aan bij het perspectief van dit rapport waar de risico’s onder de loep worden genomen, en de CFV-definitie beter past bij het voorzichtigheidsprincipe. Immers, in een crisissituatie, waarbij geforceerd wordt afgebouwd, zijn andere corporaties de beoogde kandidaat-kopers, en is de verdien capaciteit van woningen (die door het CFV begrip ‘exploitatie waarde’ wordt weerspiegeld) relevant. Tenslotte, staat het CFV begrip centraal bij de beoordeling van het CFV’s solvabiliteits- en continuïteitsoordeel, en daarmee indirect de financierbaarheid van een corporatie.

De tabel 8 hieronder geeft de trend van het volkshuisvestelijk vermogen per VHE. De eerste kolom geeft de stand per ultimo 2010 weer. In de 2^e kolom staat het verwachte vermogen in 2015. De verwachting is gebaseerd op de 5-jaars prognoses die corporaties hebben ingeleverd bij het CFV en WSW begin 2011. Opvallend is dat het volkshuisvestelijk vermogen per VHE van de Amsterdamse corporaties gemiddeld lager ligt dan het landelijk niveau.

In 2010 verwachtte Eigen Haard als enige Amsterdamse corporatie dat het volkshuisvestelijk vermogen per VHE in de komende jaren zal dalen. Dit lijkt echter niet zorgwekkend gegeven de conservatieve balansverhoudingen van Eigen Haard in vergelijking met andere corporaties. Uit de cijfers blijkt verder dat De Key de relatief sterkste groei van het volkshuisvestelijk vermogen verwacht, maar dat is ook nodig gegeven de relatief zwakke balans. Ook Stadgenoot en Ymere verwachtten in 2010 dat het volkshuisvestelijk vermogen zich de komende jaren sterk zal herstellen.

³⁵ Het aantal verhuureenheden is het aantal verhuurde woonegelegenheden waarbij, voor de onderlinge vergelijkbaarheid, met een wegingsfactor ook andere ruimtes zoals garages zijn toegevoegd.

³⁶ Het volkshuisvestelijk vermogen is het door het CFV ten behoeve van de onderlinge vergelijkbaarheid tussen woningcorporaties geüniformeerde ‘eigen vermogen’.

³⁷ Een technische reden hiervoor is de verwachte netto huuropbrengsten worden verdisconteerd tegen de zeer lage marktrente, terwijl de bedrijfswaarde verdisconteerd wordt tegen een hoge vaste rente.

In de laatste drie kolommen van de bovenstaande tabel staat de ontwikkeling in de afgelopen drie jaar van het volkshuisvestelijk vermogen als percentage van de balanstotaal. Hoe lager dit percentage, hoe zwakker de balans. Ook hier scoren de grootste Amsterdamse corporaties over het algemeen wat slechter dan het landelijke gemiddelde.

Tabel 8: Volkshuisvestelijk vermogen Amsterdamse corporaties

	Volkshuisvestelijk vermogen per VHE		verwachte jaarlijkse groei	% van balans		
	2010	2015		2008	2009	2010
Ymere	7,857	12,214	+9%	18	17	14
Stadgenoot	7,717	11,318	+8%	14	12	13
Rochdale	10,928	11,810	+2%	25	15	21
De Key	6,091	10,670	+12%	24	12	11
Eigen Haard	10,559	7,616	-6%	39	39	39
Alliantie	16,307	18,136	+2%	29	33	31
Woonzorg Nederland	12,175	16,612	+6%	27	26	21
DUWO	11,635	15,438	+6%	19	38	32
Landelijk gemiddelde	13,046	14,607	+2%	31	29	27

Bron: CFV, CiP 2011

Terwijl de bovenstaande tabel een indruk geeft van de balansen van de Amsterdamse corporaties, geeft de volgende tabel, tabel 6, het verloop van de kasstroom m.b.v. twee indicatoren van het CFV: de huuropbrengst en de netto kasstroom³⁸.

Tabel 9: Kasstromen Amsterdamse corporaties

	Huuropbrengst per VHE		Gemiddelde groei p.j.	Netto kasstroom per VHE		Gemiddelde groei p. j.
	2007	2010		2007	2010	
Ymere	4,629	5,150	+4%	936	1,146	+7%
Stadgenoot	4,584	5,064	+3%	715	683	-2%
Rochdale	4,675	4,854	+1%	822	528	-14%
De Key	4,247	4,685	+3%	94	343	+54%
Eigen Haard	4,915	5,434	+3%	834	1,157	+12%
Alliantie	4,627	5,192	+4%	938	976	+1%
Woonzorg	5,429	5,742	+2%	692	1,743	+36%
DUWO	3,239	2,981	-3%	313	503	+17%
Landelijk gemiddelde	4,614	5,046	+3%	934	1,019	+3%

Bron: CFV, CiP 2011

³⁸ De netto kasstroom wordt berekend door de netto bedrijfslasten, de onderhoudslasten, de erfpacht en overige lasten zoals rente-uitgaven, vennootschapsbelasting en heffing bijzondere projectsteun, in mindering te brengen op de huuropbrengsten, opbrengsten vergoedingen, overige bedrijfsopbrengsten en geactiveerde productie. De netto kasstroom per verhuureenheid geeft een indicatie van de middelen die vanuit de verhuur beschikbaar komen om de overige lasten te voldoen (en investeringen te verrichten). Bij deze berekening zijn de rentebaten en overheidsvergoedingen eveneens meegenomen.

De netto kasstromen van twee grote corporaties, Stadgenoot en Rochdale, hebben een negatieve ontwikkeling te zien gegeven tussen 2007 en 2010. Waarbij Stadgenoot zich in 2010 wist te herstellen van twee zeer slechte jaren (2008 en 2009), liet Rochdale een geleidelijke negatieve trend laat zien sinds 2007. De Key herstelt zich van een zeer laag niveau, maar de netto kasstroom per VHE was in 2010 nog steeds gering vergeleken met het landelijk gemiddelde (en ook de referentie groep van De Key).

Conclusie

In 2010 was het CFV tevreden over de solvabiliteit van de Amsterdamse corporaties. Het oordeel over 2011 is nog niet beschikbaar. Corporaties gingen er begin 2011 vanuit dat hun financiële positie in de komende jaren zou verbeteren. De grootste Amsterdamse corporaties hebben desondanks een zwakker financieel profiel dan het landelijk gemiddelde. Ook t.o.v. hun referentie groep scoren ze over het algemeen wat minder. Dit komt tot uitdrukking in de iets zwakkere continuïteitsoordeel van het CFV voor 3 grote Amsterdamse corporaties. Ymere weet een landelijk gezien achterblijvend volkshuisvestelijk vermogen echter te compenseren met een relatief sterke kasstroom. De kanttekening past daarbij dat als de marktwaarde van het sociale woningbezit veel hoger wordt gewaardeerd, zoals dat gebeurt als de WOZ-waarde of het recent geïntroduceerde concept “marktwaarde in verhuurde staat” wordt gehanteerd, de balansen van corporaties vele malen sterker zijn. Zo sterk zelfs dat elke voorstelbare schok wel kan worden opgevangen door de verkoop in de private markt van (delen van) het woningenbezit. De vraag is echter of het verkopen van grote blokken sociale woningen in de markt wel een reële optie zal blijken te zijn bij een geforceerde liquidatie, met name in een slechte marktklimaat (een situatie waarbij corporaties juist kwetsbaarder zijn). In het navolgende hoofdstuk gaan we daarom, gegeven het onderwerp van dit rapport, uit van een voorzichtig standpunt.

Hoofdstuk 5: Risicofactoren

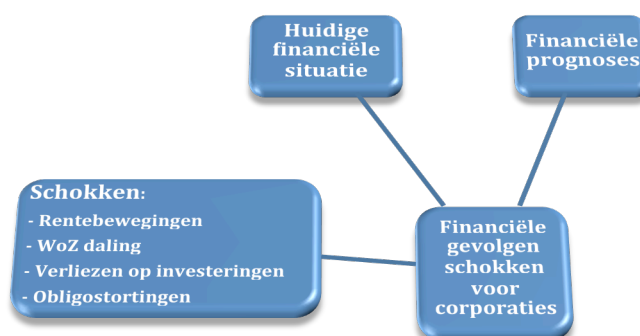
Inleiding

Tegen de achtergrond van de grote onzekerheid op de financiële markten met ingrijpende gevolgen voor de Nederlandse economie, zijn de ontwikkelingen in de corporatie sector de laatste jaren niet geruststellend: verliezen op grondposities en projecten, stagnerende verkoop en lagere verkoopprijzen van nieuwbouw koopwoningen, en daarboven de problemen bij de grootste woningcorporatie van Nederland, Vestia.

De sector lijkt zich echter sterk bewust van deze negatieve ontwikkelingen. Het beleid wordt bijgestuurd³⁹ en, soms noodgedwongen, het ambitieniveau aangepast aan de nieuwe realiteit. Een direct gevolg is dat investeringsprogramma's worden afgezwakt. Er wordt minder gebouwd. Daarnaast wordt ook het toezicht op de sector verscherpt⁴⁰. Tenslotte hebben de problemen zoals bij Vestia geleid tot een groter risicobewustzijn in de sector en een behoudendere koers.

Met andere woorden, ten aanzien van te verwachten negatieve trends die de financiële robuustheid van woningcorporaties aantasten, komen als het ware "automatische stabilisatoren" in werking en vaart de sector richting rustiger vaarwater. Het lijkt dan ook onwaarschijnlijk dat verwachte middellange-termijn ontwikkelingen, die zowel corporaties als de beleidsbepalers zien aankomen, de zekerheidsstructuur van de sector ook daadwerkelijk in gevaar zullen brengen. Wel betekent een zwakkere financiële positie dat financiële schokken sneller tot structurele problemen bij woningcorporaties kunnen leiden.

Als het om (onverwacht) snelle veranderingen gaat, wordt het moeilijker om bijtijds bij te sturen. In dit hoofdstuk bespreken we een aantal grote schokken, waardoor een woningcorporatie uiteindelijk in liquiditeitsnood kan komen en, althans in theorie, financiers een beroep kunnen doen op de zekerheidsstructuur. Aan de hand van de huidige financiële situatie en de prognoses wordt geprobeerd de financiële gevolgen van de schokken in beeld te brengen; de nevenstaande figuur geeft de ingrediënten van een stress-test weer. Helaas maakt de gebrekkig beschikbare informatie een kwantitatieve aanpak slechts beperkt mogelijk.



³⁹ Zie bijvoorbeeld Alliantie Jaarverslag 2011

⁴⁰ Zo schrijft het CFV in haar jaarverslag 2011 dat, mede op basis van het in 2011 gepubliceerde onderzoek naar grondposities en risicovolle projecten, zij in haar rol als toezichthouder specifiek aandacht zal geven aan de wijze van risicobeheersing en risicomanagementsystemen binnen corporaties.

BOX 8: Recente risicoanalyses publieke sector

De verschillende financiële crises van de afgelopen jaren hebben laten zien dat onverwachte, extreme ontwikkelingen snel tot grote problemen kunnen leiden, ook in sectoren die tot voor kort als veilig bestempeld werden. Dit is ook voor de Nederlandse publieke sector aanleiding geweest voor diverse financiële risicoanalyses en stresstests met betrekking tot de financiën van (lokale) overheden en corporaties: De Stichting Economisch Onderzoek (SEO) heeft recent een stresstest uitgevoerd voor een viertal grote gemeenten, het Centraal Fonds voor de Volkshuisvesting (CFV) heeft voor corporaties een stresstest uitgevoerd op het liquiditeitsrisico verbonden aan derivatenposities (feb. 2012) en komt een dezer dagen met een uitgebreid rapport rond de risico's van derivatengebruik, de internationale *rating agency* Standard & Poors (2012) heeft de kredietwaardigheid van de gemeenten nader onderzocht, het Ministerie van Financiën in 2011 heeft in samenwerking met het CPB en DNB een stresstest uitgevoerd voor de Rijksfinanciën, genaamd "Schokproef Overheidsfinanciën"; tenslotte heeft Deloitte specifiek een stresstest gepubliceerd met betrekking tot de grondposities van gemeenten.

SEO-onderzoek

In maart van dit jaar publiceerde de SEO een stresstest op de financiën van de gemeenten Amsterdam en een aantal andere grote steden. Onderzocht werd wat de mogelijke gevolgen zijn van exogene schokken voor de financiële positie van Amsterdam. De stresstest onderzocht de effecten van een vijftal exogene schokken, die moeten worden afgezet tegen de Amsterdamse begrotingsuitgaven van € 7,24mrd :

1. Een financiële crisis: een stijgende rente op de gemeenteschuld (tot 9%) heeft een negatief effect van € 16,5mio per jaar, maar dit wordt grotendeels gecompenseerd indien het samengaat met een stijgende inflatie (tot 7%). Het SEO heeft hier ook een aanspraak op garanties ingebouwd. In het SEO-model worden als exogene kosten de financieringskosten van een aangenomen (partiële) jaarlijkse aanspraak van het WSW op de achtervangerspositie van de gemeente Amsterdam opgevoerd.⁴¹ Er is echter geen oorzakelijk verband tussen het beroep op de achtervangersrol in het model gelegd, dus ook niet met de vastgoedcrisis (zie punt 3 hieronder). Zo'n effect kan overigens op zichzelf, dus buiten het model, ook worden berekend.
2. Een sociaaleconomische crisis, analoog aan eerdergenoemde CPB-analyse, met economische krimp en stijging werkloosheid (van 7% tot ruim 10%) heeft via de Wet Werk en Bijstand een negatief effect op de gemeentebegroting van gemiddeld € 46mio per jaar.
3. Een vastgoedcrisis, waarbij de prijzen van onroerend goed dalen met 24-30% voor huizen en kantoren over een periode van vijf jaar (vergelijkbaar met de crisis in de jaren '80). Dit werkt allereerst door via de belasting: lagere OZB vanwege de (vertraagde) daling van de WOZ.⁴² Het tweede kanaal is een daling van de inkomsten voor het Ontwikkelingsbedrijf (OGA) als gevolg van lagere grondprijzen en een daling van het ontwikkelingsvolume.⁴³ Een vastgoedcrisis vormt met een negatief effect van € 83mio gemiddeld per jaar één van de belangrijkste schokken. Zoals al bij punt 1 aangegeven, is een beroep op de achtervangersrol door het WSW hier niet nog een keer meegenomen (dit is al een exogene variabele in een financiële crisis, punt 1).
4. Een Rijksbezuiniging die zich uit door korting op het gemeentefonds van € 20mrd, uitgesmeerd over een aantal jaren. Dit vertaalt zich voor de Amsterdamse gemeente in een nadeel van jaarlijks € 86mio.
5. Een humanitaire ramp, zoals de Bijlmerramp in 1992 en de vuurwerkramp van 2000. Voor de gemeente Amsterdam komt bij benadering op een schade van 13mio per jaar.

⁴¹ Capitad heeft hierover contact gehad met de SEO. SEO geeft als voorbeeld een jaarlijkse aanspraak van 20% van de achtervang. De berekening van de kosten in het eerste jaar is dan $0,2\% \text{ (aanspraak)} \times \text{€}8.924\text{miljoen (omvang achtervang)} \times 50\% \text{ (gemeentedeel)} \times 5\% \text{ (rente)} = 0,45\text{miljoen}$. Zoals uit dit rapport blijkt is een jaarlijkse aanspraak van een klein deel niet erg waarschijnlijk en het schadebedrag van gemiddeld € 2miljoen per jaar niet veelzeggend. Maar de beschikking van deze 'knop' in het model biedt de mogelijkheid om ook andere scenario's te incorporeren.

⁴² SEO neemt bewust aan dat de tarieven onveranderd blijven, terwijl bestaand beleid van de gemeente is om te compenseren door tariefsverhoging.

⁴³ SEO past een hefboom van 2 toe op de huisprijzdaling om de verandering in grondprijzen te schatten. Het jaarlijkse ontwikkelingsvolume halveert, terwijl een deel van de ontwikkelingskosten nog doorwerkt in de uitgaven.

Risicoanalyse Amsterdamse corporaties

Derivaten - liquiditeitsrisico

De primaire aanleiding voor de onderhavige opdracht zijn de problemen rond de derivatenportefeuille van Vestia. Vestia lijkt een miljardenverlies te leiden op deze posities; deze marktwaardedaling moet gedeeltelijk met de banken in onderpand worden verrekend. Dit probleem is geëscaleerd vanaf september 2011 toen het WSW en CFV van de problemen op de hoogte werden gesteld.⁴⁴ Inmiddels lijkt het bijna onvermijdelijk dat Vestia het niet zelfstandig kan redden, tenzij de derivatentegenpartijen met zware concessies komen. Zie box 4 voor meer achtergrond over derivaten en liquiditeitsrisico.

Het CFV heeft een landelijke stresstest uitgevoerd over 162 corporaties, exclusief Vestia, die gezamenlijk € 17,9mrd aan derivaten hadden op een leningenportefeuille van in totaal € 62,2 miljard.⁴⁵ Slechts 55 van die corporaties hadden afspraken gemaakt inzake margin calls. Het CFV is nagegaan of de liquiditeitsbuffers van de corporaties voldoende waren om aan de *margin calls* te kunnen voldoen bij een rentedaling van 1% (op ultimo 2011; het is belangrijk vast te stellen dat dit een momentopname is geweest). Landelijk bleek de liquiditeitsbuffer ruim voldoende, maar bij acht corporaties was de buffer niet afdoende. Het gezamenlijke tekort bedroeg € 216 miljoen. Dit is beperkt indien afgezet tegen het miljardentekort van Vestia, maar is wel een bedrag dat uit niet-geborgde middelen en kredietfaciliteiten moet worden opgehoest.

Voor de gemeente Amsterdam is het positief dat geen van de Amsterdamse corporaties tot de lijst van acht met onvoldoende liquiditeit eind 2011 behoorde. Nagegaan is wat de aard en omvang van het derivatengebruik van Amsterdamse corporaties is. Voor zover dit uit publicaties kon worden opgemaakt, hebben de meeste Amsterdamse corporaties geen afspraken over bijstorting. Dan nog kan liquiditeitsrisico op derivatenposities bestaan door *break clauses*. In de aanstaande (vervolg-) stresstest van het CFV wordt dit meegenomen. Het relatief grootste liquiditeitsrisico zit bij de Amsterdamse corporaties in de *break clauses*.⁴⁶ Zolang echter een goede spreiding wordt ingebouwd, lijkt het liquiditeitsrisico niet bedreigend te kunnen worden voor die corporaties of het borgingstelsel. Gelet op de stringenter regels ten aanzien van derivatengebruik die van Rijksweg worden verwacht, is het waarschijnlijk dat dit risico alleen maar minder wordt.

⁴⁴ Capitad is als adviseur van het CFV nauw betrokken geweest bij de aanpak van deze problemen.

⁴⁵ Bijlage bij brief Minister Spies aan TK, dd 5 april (Spies, 2012). De CFV-rapportage van 30 maart is gebaseerd op de situatie bij de corporaties ultimo 2011.

⁴⁶ Zeker wanneer er geen afspraken over bijstorten zijn gemaakt, zijn er meestal wel *break clauses* ingebouwd in de derivatencontracten. Dit biedt een partij eens in de (bijvoorbeeld) vijf jaar de mogelijkheid om de zeer langlopende contracten op te zeggen, waarbij de marktwaaarde moet worden afgerekend. Bij de meeste *break clauses* krijgen beide partijen een optie, maar niet de plicht, om een eventueel marktwaardeverschil bij de andere partij op te eisen. In de praktijk werd van deze optie zelden gebruik gemaakt, en was het liquiditeitsrisico van het opnemen van een dergelijke clause nihil. Het landschap in de derivatenmarkt is de laatste jaren echter enorm veranderd. De banken, de belangrijkste tegenpartijen van derivaten, worden nu geconfronteerd met een geweldige stijging van de financieringskosten van het aanhouden van grote derivatenposities, onder andere door nieuwe Europese regelgeving (o.a. EMIR - European Markets Infrastructure Regulation). Bovendien werpt de confrontatie in de Vestia-kwestie voor de banken een nieuw licht op hun derivatenposities bij corporaties. Een en ander betekent dat de kans dat gebruik wordt gemaakt van de opties in *break clauses* zeer groot is geworden. Dit liquiditeitsrisico, waarbij de corporaties de negatieve marktwaarde moeten afrekenen, kan worden ingeperkt door een goede spreiding van *break*-momenten in de tijd.

De jaarrekeningen over 2011 die ten tijde van het schrijven van dit rapport beschikbaar waren geven overigens een veel duidelijker beeld van de derivaten-posities dan in voorgaande jaren. Zo blijkt dat de lage rente een substantieel negatief effect heeft gehad op de marktwaardes van derivatenportefeuilles bij enkele grote corporaties:

- Bij Ymere ging het om een daling van € 338 miljoen, waardoor de marktwaarde van de derivatenportefeuille aan het einde van 2011 een negatieve marktwaarde had van € 512 miljoen. In het afgelopen jaar, sloot Ymere voor een onderliggend bedrag van € 496 miljoen aan nieuwe contracten (met in principe een begin-marktwaarde van € 0,00). Hierdoor kwam het totaal op € 3.2 miljard : 119 contracten met 8 verschillende banken (in vergelijking met € 3.1 miljard aan gerapporteerde langlopende leningen). Ymere heeft met geen van deze tegenpartijen een verplichting om de negatieve marktwaarde als *margin* periodiek bij te storten. Wel zijn er voor 25% van de contracten *break clauses* afgesproken in 2018 tot en met 2025. Deze contracten met *break clauses* hadden eind vorig jaar een negatieve marktwaarde van € 201 miljoen (40% van de totale negatieve marktwaarde).
- De Alliantie had ultimo 2011 een derivatenportefeuille een omvang van € 876 miljoen, in vergelijking met gerapporteerde langlopende leningen van € 1.9 miljard. De daling van de rente leidde tot een daling van de marktwaarde van deze portefeuille t.o.v. van € 61 miljoen. De stand van de marktwaarde per ultimo 2011 kwam daardoor op minus € 88 miljoen. In 2011 zijn er voor een onderliggend bedrag van € 213 miljoen nieuwe contracten gesloten. De totale derivatenportefeuille bestaat uit 60 contracten bij 8 verschillende banken. Ter voorkoming van het liquiditeitsrisico is met geen van deze partijen *margin* verplichtingen afgesproken. Met enkele partijen zijn *break clauses* afgesproken, maar die gaan pas in gedurende de periode vanaf 2019 tot en met 2030 (9 contracten). Voor een aantal contracten wordt door De Alliantie een voorzieningen van € 29 miljoen opgenomen. De reden is dat deze derivaten niet het rente risico van onderliggende leningen blijken af te dekken. Het gaat daarbij voornamelijk om “geschreven” (verkochte) swaptions met een onderliggende waarde van € 96 miljoen en een negatieve marktwaarde van € 22 miljoen, en gestructureerde derivaten.

Helaas waren de jaarrekeningen van de overige Amsterdamse corporaties ten tijde van het schrijven van dit rapport niet beschikbaar. Op basis van de informatie die wel beschikbaar was⁴⁷, en rekening houdend met de forse rentedaling in 2011 en 2012, schatten we de huidige totale negatieve marktwaarde van de derivatenportefeuilles van alle Amsterdamse corporaties op ruim € 1 miljard. Dit is substantieel. Gegeven het beleid van Amsterdamse corporaties om het liquiditeitsrisico te spreiden, is er echter geen reden tot zorg op de korte termijn. De kanttekening past daarbij, dat als een corporatie echter in faillissementssituatie mocht komen (ook al heeft dit niets te maken met derivaten), de tegenpartijen van de derivatencontracten, de banken, zeer waarschijnlijk wel in de positie komen om de marktwaarde ineens op te eisen.⁴⁸

⁴⁷ De berekening van de marktwaardes van de overige portefeuilles is gebaseerd op de opgegeven “notional” waarde van derivatenportefeuilles ultimo 2010, en enkele voor de hand liggende aannames over de rentegevoeligheid van die portefeuilles.

⁴⁸ Een corporatie kan versneld in een faillissementssituatie komen als een z.g. Material Adverse Change (MAC) clause is opgenomen in de contracten; dan is namelijk afgesproken dat de marktwaarde zelfs opeisbaar wordt als er “dreiging” van faillissement is.

BOX 9: Derivaten en bijbehorende liquiditeitsrisico's

Derivaten zijn instrumenten "afgeleid" van gewone financieringsinstrumenten zoals leningen en obligaties. Men maakt afspraken over de rente zonder dat de financiering zelf eraan te pas komt. Dat kan handig zijn, bijvoorbeeld wanneer een corporatie een besluit neemt over een groot investeringsproject en vanaf dat moment geen risico wil lopen met de financieringskosten van dat project, terwijl men de lening zelf pas na een tijd nodig heeft. Men kan dan een *interest rate swap*, kortweg *swap*, afsluiten. Vervolgens kan men daar weer allerlei variaties op creëren met opties, indexen e.d.; men krijgt dan "gestructureerde" derivaten, waarvan de complexiteit gemakkelijk boven het hoofd groeit, zelfs van meer professionele partijen. Een populair voorbeeld is het verkopen ("schrijven") van swaptions, waardoor men een optiepremie ontvangt die men vervolgens inzet om de jaarlijkse rentevoet te verlagen. De ont koppeling met de financiering zorgt er ook voor dat er allerlei natuurlijke grenzen aan het gebruik van financiële instrumenten wegvallen. Zonder een sterk risicomangement met een helder kader voor aard en omvang van het aanvaardbare risico en financiële instrumenten kunnen zaken makkelijk scheef lopen, zoals bij Vestia en, in veel mindere mate, sommige andere corporaties. Op voorstel van Capitad is het CFV in voorjaar 2011 een onderzoek gestart naar het derivatengebruik onder zo'n 160 corporaties. Het rapport hiervan zal binnenkort uitkomen.

Eén van de specifieke risico's die aan derivaten kleven is het liquiditeitsrisico. In derivatentransacties maakt men vaak (niet altijd) de afspraak met de tegenpartij om de positieve of negatieve marktwaarde als gevolg van de dagelijkse bewegingen in financiële prijzen (zoals de rente), regelmatig onderling te verrekenen.¹ Doel van deze verrekening is om het kredietrisico beperkt te houden, op zich een goed streven. Het introduceert echter een nieuw risico, namelijk van liquiditeit. Een corporatie moet relatief grote sommen geld kunnen overmaken, waarvoor deze over liquiditeiten of bankfaciliteiten moet beschikken (zoals bekend, in het geval van Vestia gaat het om miljarden). Aangezien corporaties allemaal derivaten hebben afgesloten om zich tegen een rentestijging te beschermen, heeft de voortgezette rentedaling (zie onderstaande figuur) van het afgelopen jaar slecht uitgedaan voor de marktwaarde van hun derivaten. Voor zover bekend, staan allen die derivaten gebruiken op verlies.

Het liquiditeitsrisico kan, naast de *margin calls*, ook ontstaan door de mogelijkheid van tussentijdse beëindiging van een derivaten-contract. Banken bouwen vaak zo'n *break clause* in bij zeer langlopende contracten, ook weer om het kredietrisico te beperken. In de praktijk moeten banken anders prohibitief hoge interne kredietpremies doorberekenen aan hun klanten. Bij de meeste *break clauses* krijgen partijen een optie, maar niet de plicht, om een eventueel marktwaarde-verschil bij de andere partij op te eisen. In de praktijk werd van deze optie zelden gebruik gemaakt, en was het liquiditeitsrisico van het opnemen van een dergelijke clause nihil. Het landschap in de derivatenmarkt is de laatste jaren echter enorm veranderd. De banken, de belangrijkste tegenpartijen van derivaten, worden nu geconfronteerd met een geweldige stijging van de financieringskosten van het aanhouden van grote derivatenposities, onder andere door nieuwe Europese regelgeving (o.a. EMIR - European Markets Infrastructure Regulation). Bovendien werpt de confrontatie in de Vestia-kwestie voor de banken een nieuw licht op hun derivatenposities bij corporaties. Een en ander betekent dat de kans dat gebruik wordt gemaakt van de opties in *break clauses* zeer groot is geworden.

Tienjaars-rente in afgelopen 15 jaar



bron: JP Morgan

Rentestijging

Net zoals de SEO heeft gedaan voor de gemeente, kunnen we ook de gevolgen van een renteschok laten zien voor de corporaties. Het effect is hier tegengesteld aan het derivatenrisico, juist een liquiditeitsrisico uit hoofde van een rentedaling tot problemen kan leiden. Hoewel ze op papier vermogend zijn, hebben de corporaties, zoals al gezegd, een kwetsbare kasstroom. De rentelasten vormen een majeure kostenpost: van de huren gaat 30-40% op aan rentelasten. Bovendien zijn van de acht Amsterdamse corporaties er vijf met een schuld die ruim boven het landelijk gemiddelde van €34.368 ligt, voor de vergelijkbaarheid gemeten per verhuureenheid (VHE). Zie tabel 7. Deze relatief hoge schuld maakt de betreffende corporaties in beginsel nog kwetsbaarder voor een rentestijging.

Tabel 10 Schuldenpositie en rentelasten

	Schulden (per VHE, € miljoen)			Rente- lasten (VHE)	Benaderde rente (%)	Netto kasstroom voor rente (€ miljoen)
	Kort	Lang	Totaal			
Ymere	10,759	36,823	47,582	1,993	4.19%	2,611
Stadgenoot	1,657	49,104	50,761	1,971	3.88%	2,279
Rochdale	1,651	39,718	41,369	1,872	4.53%	2,273
De Key	7,073	41,189	48,262	2,037	4.22%	1,736
Eigen Haard	1,534	26,879	28,413	1,273	4.48%	2,081
Alliantie	5,366	31,733	37,099	1,564	4.22%	2,476
Woonzorg	5,681	38,697	44,378	1,822	4.11%	3,461
DUWO	43	23,159	23,202	1,018	4.39%	1,621
Landelijk	1,909	32,459	34,368	1,450	4.22%	2,352

Bron: CFV, CiP (2011)

Om dit te illustreren hebben we voor onze berekeningen een aantal aannames gemaakt. Allereerst sluiten we ongeveer aan bij de SEO stress test door van een renteschok naar 7% uit te gaan.⁴⁹ Verder hanteren we de WSW-norm van 15% voor de jaarlijkse herfinanciering of refixing van de schuld tegen het hogere rentepercentage.⁵⁰ Voor het overige houden we alle gegevens onveranderd, ook de omvang van de schuld. Het resultaat staat in tabel 10.

Het resultaat is dat in drie jaar tijd, via de geleidelijke herfinanciering van de schuld, het gemiddelde percentage van de rentekosten circa 1,25% hoger ligt. Als de huren niet (kunnen) stijgen neemt de fractie rentelasten toe tot wel 45% van de huurinkomsten. Bij een aantal corporaties is de huidige kasstroom niet afdoende om deze schok op te vangen: De Key, Rochdale en Stadgenoot (Ymere speelt min of meer quitte). Om alleen de extra rentelasten te compenseren, moeten de huren 3 - 4,5% per jaar stijgen, ruim boven de inflatiecompensatie.⁵¹

Hoewel derhalve een renteschok een zware deuk in de kasstromen en het verdienmodel van de Amsterdamse corporaties slaat, is het niet direct bedreigend voor Amsterdam als

⁴⁹ SEO gaat in een paar jaar van 5% naar 9%. We kijken hier slechts naar 3 jaar, uitgaande van 2010 cijfers en houden het gemiddelde aan, 7%, maar dan wel direct.

⁵⁰ We abstraheren hier voor verschillen in gemiddelde resterende looptijd van de schuld en additionele rentefixatie door middel van forward-starting swaps of dergelijke instrumenten.

⁵¹ Zelfs dan stijgt het deel van de rentelasten in de huuropbrengsten met 6%-punt tot gemiddeld 40%. Om die fractie te stabiliseren zijn eerder huurtoeslagen nodig van ca. 9%.

achtervanger. Immers, zolang er nog geen faillissement is, biedt de geleidelijke doorwerking van de rentestijging voldoende tijd om corrigerende maatregelen te nemen.

Tabel 11 Scenario renteverhoging tot 7%

	Jaarlijkse rentelasten			
	basisjaar	jaar 1	jaar 2	jaar 3
Ymere	1,993	2,194	2,394	2,595
Stadgenoot	1,971	2,208	2,446	2,683
Rochdale	1,872	2,026	2,179	2,333
De Key	2,037	2,238	2,439	2,641
Eigen Haard	1,273	1,380	1,488	1,595
Alliantie	1,564	1,719	1,874	2,029
Woonzorg	1,822	2,015	2,207	2,400
DUWO	1,018	1,109	1,200	1,291
Landelijk	1,450	1,593	1,737	1,880

Scenario op basis van jaarlijkse herfinanciering van 15% van de totale schuld tegen 7%, bij gelijkblijvende schuldomvang.

Daling van de WOZ

De WOZ vormt de begrenzing voor geborgde financiering voor een corporatie. Corporaties mogen namelijk tot 50% van de WOZ *geborgd* lenen. Over het algemeen is er voldoende ruimte, maar voor sommige corporaties kan de regel al snel gaan knellen.

Al decennia is de WOZ alleen maar gestegen en heeft derhalve zelden of nooit een beperking betekent voor corporatiefinanciering. Maar de laatste jaren zijn huizenprijzen aan het dalen en het einde daarvan lijkt nog niet in zicht. Daar komt bij dat diverse corporaties in Amsterdam de leegstand in kantoorgebouwen gebruiken voor herontwikkeling. In die sector zijn de prijsdalingen al zeer fors. Corporaties die met hun geborgde leningen nu al boven 40% zitten, kunnen zich maar een WOZ-daling van 20% veroorloven. Daarna is de ruimte voor nieuwe geborgde financiering en daarmee voor nieuwe investeringen op. De meeste Amsterdamse corporaties hebben een lage *loan to value* (WOZ) en kunnen dus makkelijk een forse daling in de WOZ verwerken. Deze beperking kan weliswaar tot een rem leiden op de volkshuisvestelijke activiteiten, maar zal voor de achtervanger geen serieus risico vormen. Tenslotte is het een regel die altijd aangepast zou kunnen worden als de nood aan de man is.

Tabel 12 WOZ en financieringscapaciteit

	WOZ Waarde	Loan-to-Value o.b.v. WOZ	Maximale WOZ daling
Ymere	15,035	22%	-55%
Stadgenoot	6,033	26%	-48%
Rochdale	7,351	23%	-55%
De Key	5,973	26%	-49%
Eigen Haard	11,197	12%	-76%
Alliantie	11,064	17%	-66%
Woonzorg Nederland	4,728	41%	-19%
DUWO	943	41%	-19%
Vestia	10,485	48%	-4%
Stadsherstel Amsterdam	359	9%	-81%
De Goede Woning	22	12%	-77%

Bron: CFV, CiP 2011

Grondposities

Het Centraal Fonds voor de Volkshuisvesting heeft vorig jaar een onderzoek grondposities en projectontwikkeling bij woningcorporaties gepubliceerd.⁵² Het CFV constateert dat zowel het aantal grondposities als het financiële belang fors is gestegen in de afgelopen jaren. Risicobeheersing heeft de aandacht van corporaties, maar uit onderzoek van het CFV blijkt dat dit op het gebied van grondposities en projectontwikkeling nog tekortkomingen kent.

De corporaties hadden gezamenlijk voor ruim € 2mrd aan grondposities per eind 2011. Ter indicatie hoe omvangrijk dat is: als we uitgaan van de bouwactiviteit in de afgelopen jaren en deze extrapoleren, betekent dat een bouwcapaciteit voor de komende 20 jaar (bijna 700.000 woningen).

Corporaties hebben in de jaren 2005-2009 circa 14% afgeboekt van de waarde van deze grondposities. De belangrijkste redenen hiervoor waren veranderende marktomstandigheden, vertraging in bestemmingswijzigingen, veranderd gemeentebestuur of toepassing van waarderingsregels. Ondanks deze afwaarderingen verwachtten de corporaties nog verder te moeten afwaarderen. Daarin was toen nog niet de sterk verslechterde economische situatie meegenomen, die er inmiddels toe heeft geleid dat veel corporaties hun investeringsplannen zwaar hebben terug geschroefd.

Het ging hierbij om een landelijk onderzoek zonder regionale details. Indien we de gegevens van de Amsterdamse corporaties hiernaast leggen, zien we dat ongeveer één kwart van de totale grondposities in het bezit van corporaties in handen is van de Amsterdamse corporaties. Daarnaast is het speculatieve karakter geïndiceerd door de hoeveelheid grond dat vooralsnog zonder bouwbestemming is. Het is woningcorporaties toegestaan grondposities te verwerven indien verwacht mag worden dat de locatie binnen een redelijke periode (circa tien jaar) een woningbouwbestemming krijgt.⁵³

⁵² CFV (2011)

⁵³ MG 2001-26 en MG 2006-04

Tabel 13 Grondposities Amsterdamse corporaties

	Bouwbestemming (m2)			Waarde	Afwaardering
	Vergunning:				
	met	zonder	ratio		
Ymere	1,500,400	4,249,200	2.8	158,543,354	(6,100,950)
Stadgenoot	213,757	-		153,881,200	3,392,381
Rochdale	-	191,000		3,526,320	(396,711)
De Key	16,035	1,470,846	91.7	43,604,020	(12,545,091)
Eigen Haard	424,000	1,418,000	3.3	57,694,720	-
Alliantie	591,800	2,641,671	4.5	104,455,407	(5,410,041)
Woonzorg	444,327	36,326	0.1	19,542,660	-
DUWO	40,000			6,195,349	-
Totaal	3,230,319	10,007,043	3.1	547,443,030	(21,060,412)
Landelijk	12,633,324	31,922,348	2.5		

Bron: CFV, CiP

Grondprijzen reageren versterkt op veranderingen in de huizenprijzen. De SEO hanteert in de stresstest een hefboom van 2.⁵⁴ Analoog met die stress test, betekent een halvering van de waarde van de grondposities over de komende jaren een schadepost voor de Amsterdamse corporaties van circa € 275 miljoen.⁵⁵ Zoals uit de bovenstaande tabel blijkt, is het zeker voor sommige corporaties een fors bedrag om te verwerken, maar dat zal over een aantal jaren uitgesmeerd kunnen worden en waarschijnlijk op zichzelf gedragen kunnen worden, waar nodig met aanvullende maatregelen.

Niet-DAEB activiteiten: Niet verkochte nieuwbouw koopwoningen

In het jaarverslag 2011 noemt het CFV, naast grondposities, de stagnerende verkoop van nieuwbouw koop en bijbehorende lagere, negatieve opbrengsten als verliesposten bij woningcorporaties. Landelijk, in 2010, genereerde de nieuwbouw voor verkoop een verlies van tenminste € 50 miljoen.⁵⁶ De onderstaande tabel geeft een indruk van de voorraad van onverkochte koopwoningen die Amsterdamse corporaties hadden ultimo 2010.

Uit het overzicht blijkt dat de relatieve omvang van de koopwoningenvoorraad bij de Amsterdamse corporaties niet dusdanig groot is dat dit in potentie een onbeheersbaar risico zou kunnen vormen. Overigens waren de meeste corporaties al in 2010 plannen voor nieuwbouw van koopwoningen drastisch aan het bijsturen.⁵⁷ Om een beeld te geven van de risico's is in de laatste kolom het vermogen van corporaties weergegeven. Rochdale liep met een voorraad aan onverkochte koopwoningen ter waarde van € 50 miljoen ultimo 2010, althans op papier, het grootste risico op deze post. Maar hier staat een eigen vermogen tegenover van bijna het 10-voudige.⁵⁸

⁵⁴ SEO, 2012, p.20

⁵⁵ Dit staat los van de tekorten in de grondexploitaties van de gemeente Amsterdam zelf, die op een gegeven moment op € 700 miljoen werden geraamd. (Deloitte, 2011, p.30)

⁵⁶ Sector realisaties 2011, CFV

⁵⁷ Preview sectorbeel voornemens woningcorporaties 2011, CFV

⁵⁸ De jaarverslag van Ymere en Alliantie wijken met resp. 150 miljoen en 71 miljoen aanzienlijk af van deze CFV-bedragen. Vanwege het ontbreken van goed vergelijkbare cijfers kan in dit rapport hier niet op in gegaan worden.

Tabel 14 Waarde niet-verkochte nieuwbouw koopwoningen 2010

	Totaal	Reeds opgeleverd	Nog in aanbouw	Volkshuisv. vermogen
Ymere	45	16	30	639
Stadgenoot	18	5	13	270
Rochdale	50	38	12	482
De Key	26	15	11	218
Eigen Haard	1	-	1	614
Alliantie	19	7	11	969
Woonzorg Nederland	9	8	1	536
DUWO	-	-	-	165
Totaal	167	89	78	
Landelijk totaal	1,061	477	584	

Bron: CFV, CiP 2011

Een en ander laat natuurlijk onverlet dat woningcorporaties zich kunnen verslikken in grote projecten, die potentieel grote repercussies kunnen hebben⁵⁹. Of dit soort debacles op korte termijn ook kunnen gebeuren in de Amsterdamse context is niet aan de hand van de beschikbaar gestelde informatie voor dit rapport vast te stellen en valt dan ook buiten de reikwijdte van dit rapport.

BOX 10: Huizenverkoop onder voorwaarden

Een relatief nieuwe ontwikkeling die de aandacht verdient is de verkoop "onder voorwaarden". Het gaat om constructies als bijvoorbeeld Koopgarant of Slimmer Kopen. Hierbij wordt de verstrekte korting op de woning bij verkoop terugbetaald aan de corporatie en deelt de corporatie mee in de waardeontwikkeling van de woning afhankelijk van het kortingspercentage. In ruil voor de korting is de koper n.l. verplicht om de woning bij vertrek weer aan de corporatie terug te verkopen. De winst of het verlies wordt vervolgens naar rato van het eigendom tussen koper en corporatie verdeeld. De constructies zijn populair. Zo verkocht Ymere in 2011 in totaal 160 woningen onder deze voorwaarden, waarmee het totaal op 832 woningen met een terugkoopverplichting werd gebracht. De marktwaarde hiervan was ultimo 2011 € 119 miljoen, 2 miljoen meer dan door de kopers is betaald. Bij een zeer slechte marktontwikkeling kan het gebeuren dat teruggekochte huizen niet meteen kunnen worden doorverkocht of dat er een verlies wordt geleden. Het is echter niet aannemelijk dat alle eigenaren tegelijkertijd hun woning terug zouden verkopen. Maar zelfs in het slechtst weer scenario, is de omvang van de portefeuille nog dermate beheersbaar dat grote negatieve schokken in de marktwaarde opgevangen kunnen vangen. Gegeven de groei van deze portefeuille kan het wel een risico factor worden waarmee in de toekomst rekening gehouden moet worden.

Nieuwbouw van vastgoed voor verkoop is per definitie geen Daeb-activiteit en de financiering wordt niet geborgd door het WSW. De motor achter de nieuwbouw van koopwoningen en ander niet-Daeb activiteiten is de verkoop van bestaande woningenbezit. In de onderstaande tabel staat de verkoop van Amsterdamse corporaties in 2010. Ter vergelijking is de netto kasstroom in dat jaar weergegeven.

⁵⁹ Een voorbeeld hiervan is de Rotterdamse woningcorporatie Woonbron die ruim € 250 miljoen euro in de opknopbeurt van stoomschip Rotterdam investeerde, en in 2011 € 44,3 miljoen verlies leed op de exploitatie van het schip. Het schip staat nu in de verkoop.

Indien de verkopen van het onroerend goed bezit tegenvallen zal dit vooral een negatief effect hebben op de realisatie van niet-DAEB investeringen. In hoeverre de verwachte verkopen van woningen 'hard' worden ingecalculerd bij niet-DAEB investeringen is niet vast te stellen op basis van de beschikbaar gestelde informatie. De verkoopopbrengsten zijn dermate substantieel, dat een tegenvallende verkoop de financiering van onderhanden niet-DAEB projecten in gevaar brengen. Overigens is de realiteit op dit moment dat corporaties beduidend minder last hebben van de stagnatie van de huizenmarkt dan de marktsector. Corporaties verkopen veelal in de wat gunstiger onderkant van de markt, tegen prijzen die ook voor starters op de koopwoningmarkt bereikbaar zijn. Daarbij spelen de kortingsmogelijkheden voor corporaties waarschijnlijk ook een rol (zie box 5)

Tabel 15 Verkopen onroerend goed in 2010

	Verkoop bestaand bezit	Resultaat verkoop nieuwbouw	Totaal	Netto kasstroom
Ymere	80	-	80	93
Stadgenoot	42	1	43	24
Rochdale	35	0	35	23
De Key	32	2	34	12
Eigen Haard	1	(0)	0	67
Alliantie	118	6	125	58
Woonzorg Nederland	0	-	0	77
DUWO	3	-	3	7
Totaal	312	9	321	

Bron: CFV, CiP 2011

Een goed vergelijkbaar overzicht t.a.v. het niet-DAEB bezit van corporaties is bij het schrijven van dit rapport nog niet beschikbaar. De marktwaarde van het niet-DAEB bezit op de balans van Ymere ultimo 2011 bedroeg EUR 785 miljoen, oftewel 8% van de marktwaarde van de vastgoed-portefeuille. Dit cijfer lijkt een redelijke benadering voor het niet-DAEB bezit van de andere grote Amsterdamse corporaties. De onderliggende vergelijkbaarheid van de balanscijfers wordt vertroebeld door de verschillende waarderingsbenaderingen⁶⁰.

In de huidige marktomstandigheden is de financiering van commercieel onroerend goed niet alleen relatief duur maar ook schaars. Het is dan ook niet verwonderlijk dat de activiteiten die de corporaties in de periode 2011-2015 verwachten te ondernemen voor het overgrote deel diensten van algemeen economisch belang (DAEB) zijn. ⁶¹ Landelijk gezien, verwachten corporaties dat de groei van de leningenportefeuille gedurende de periode 2011-2015 voor slecht 4% toe te rekenen zal zijn aan niet-DAEB projecten⁶². Cijfers voor individuele corporaties zijn niet beschikbaar. De groei in dit segment moet dan ook vooral komen van de verkoop van eigen bezit.

⁶⁰ Omdat, bijvoorbeeld, Ymere de onroerend goed-portefeuille waardeert tegen marktwaarde i.p.v. exploitatiewaarde staat tegenover de genoemde marktwaarde van commercieel onroerend goed, een vermogen op de balans van 5.8 miljard

⁶¹ Zie jaarverslag CFV 2011

⁶² De Alliantie verwacht 20 miljoen per jaar nodig te hebben voor de ongeborgde financiering van niet-DAEB activiteiten (zie Jaarrekening 2011)

Opvragen obligo:

Als problemen zich in de sector ophopen, kan er een situatie ontstaan dat het WSW gedwongen wordt om een beroep te doen op corporaties om de obligo's bij te storten. Hoewel het obligo "slechts" om 3.85% van de geborgde leningenportefeuille gaat, zijn het vanwege de kapitaalintensiteit van woningcorporaties aanzienlijke bedragen. Voor de Amsterdamse corporaties betekent het een storting van ruim 500 miljoen (als het gehele obligo gestort dient te worden). Liquide middelen die corporaties op de jaarbalans laten zien geven niet per se een goed beeld wat direct beschikbaar is voor een dergelijke call. Uiteindelijk geven de jaarlijkse kasstromen daar een beter beeld van, met name als er van uit gegaan wordt dat een corporatie de intentie zal hebben om de verdwenen liquide middelen zo snel mogelijk weer op peil te brengen. De onderstaande tabel geeft een overzicht van het obligo van Amsterdamse corporaties en de terugverdiendtijd op basis van de netto kasstromen in 2010.

Tabel 16: Obligo en netto kasstromen Amsterdamse corporaties

	Obligo	Netto kasstroom	Terugverdiendtijd (jaren)
Ymere	129	93	1.4
Stadgenoot	59	24	2.5
Rochdale	51	23	2.2
De Key	59	12	4.8
Eigen Haard	51	67	0.8
Alliantie	73	58	1.3
Woonzorg	74	77	1.0
DUWO	15	7	2.1

Bron: CFV, CiP 2011

Met name bij de Key, maar ook Stadgenoot en Rochdale, zijn de kasstromen in verhouding nog dusdanig klein, dat een obligostorting een grote impact zou kunnen hebben op de bedrijfsvoering.⁶³ Desalniettemin zijn de bedragen niet dermate groot dat een obligostorting op zichzelf een corporatie in moeilijkheden kan brengen. In combinatie met andere schokken zou dit weliswaar op papier een laatste zetje kunnen zijn. De verwachting is dan dat het WSW in een dergelijke situatie niet zal (kunnen) doordrukken.

Opeenstapeling van risico's

Zoals uit bovenstaand blijkt, is het niet waarschijnlijk dat bovengenoemde schokken individueel zodanig van omvang zijn dat het vierde niveau in het borgingsstelsel, die van de achtervang door Rijk en gemeenten wordt aangesproken, althans niet voor zover het de Amsterdamse corporaties betreft. De schokken zijn echter vaak onderling gecorreleerd (en hebben dan ook nog eens een rechtstreeks effect op gemeentefinanciën) waardoor een kettingreactie zou kunnen ontstaan. In zo'n situatie is het bovendien waarschijnlijk dat landelijk meerdere corporaties in problemen komen. Hoewel geenszins waarschijnlijk, zou zo'n samenloop van schokken het hele borgingsstelsel kunnen laten kantelen. We spreken

⁶³ Zie Moody's krediet rapport van 21 december 2011. In het laatste rating-rapport van Moody's, wordt door het WSW gewezen op de financiële activa van corporaties van € 4.1 miljard ultimo 2010. De vraag is of deze financiële activa ook vrij beschikbaar zijn, en hoe dit is verdeeld over zwakke en sterke corporaties. De kredietbeoordelingsorganisatie-zelf verwacht dat als het gehele obligo door het WSW wordt opgevraagd, dat corporaties gedwongen zullen worden om additioneel woningen te verkopen of (ongeborgde) leningen aan te gaan. Zie ook hoofdstuk 4, en de tabel met de terugverdiendtijd.

dan van systeemrisico, met als eindresultaat een (her)nationalisatie van corporaties, verdeeld tussen Rijk en gemeenten. De kosten hiervan zijn aangegeven in hoofdstuk 3.

Conclusie

In het voorgaande is nagegaan welke financiële problemen zich kunnen voordoen, die mogelijk bedreigend kunnen zijn voor het voortbestaan van corporaties en via de achtervangersrol een claim kunnen leggen op de gemeente Amsterdam. We hebben ons gericht op de Amsterdamse corporaties omdat problemen van die zijde de grootste financiële consequenties kunnen hebben. Dit wordt samengevat in onderstaand overzicht:

Schok	Omschrijving	Perspectief Amsterdam
1. Derivaten	Corporaties kunnen in liquiditeitsproblemen komen als zij met tegenpartijen hebben afgesproken om liquide middelen als onderpand te storten bij een negatieve marktwaarde van hun derivatenportefeuille (zg. <i>margin calls</i>). Corporaties hebben normaliter derivaten aangekocht waarvan de marktwaarde daalt als de rente daalt. Op deze manier is Vestia in de problemen gekomen.	De negatieve marktwaarde van de derivatenposities Amsterdamse corporaties belooft mogelijk €1 miljard. Slechts enkelen van de Amsterdamse corporaties hebben echter <i>margin call</i> afspraken. Verder kunnen <i>break clauses</i> gespreid worden in de tijd. De stresstest van het CFV op het liquiditeitsrisico laat zien dat de Amsterdamse corporaties geen problemen geven. Onwaarschijnlijk (maar niet uitgesloten) zijn de problemen bij andere corporaties (Vestia) die nog tot een aanspraak zouden kunnen leiden.
2. Stijging rente	Corporaties zijn kapitaalintensieve organisaties en daarom gevoelig voor rentebewegingen. Dit risico wordt beperkt door streven naar zeer lange looptijden; derivaten kunnen helpen waar lange financiering niet beschikbaar is. Niettemin loopt men risico van hogere rentes op nieuwe financiering en herfinanciering.	De gezamenlijke schuld van de Amsterdamse corporaties bedraagt ruim €15mrd. Een rentestijging tot 7% zou een lastenverzwaring van 30% kunnen betekenen voor de corporaties, maar dit gaat geleidelijk en laat tijd aan de corporaties om maatregelen te nemen. Voor de gemeente levert dat voor de achtervang amper zorgen (mogelijk wel volkshuisvestelijk).
3. Grondpositie	Grondposities zijn rechtstreeks bedreigend voor gemeenten (zie SEO 2012, Deloitte 2011), maar daarmee gecorreleerd zijn de grondposities van de corporaties.	Corporaties hebben forse grondposities, goed voor de komende 20 jaar aan ontwikkeling. Indien de Amsterdamse corporaties te maken krijgen met 50% waardedaling in de komende jaren, in lijn met de SEO stress test, betekent dat een fors verlies van € 275mio, maar geen direct gevaar voor de achtervangers
4. Verkoop woningbezit stagneert	Corporaties bouwen koopwoningen, hoewel dit geen core-activiteit is. De financiering hiervan wordt niet geborgd door het WSW en moet derhalve voornamelijk komen van de verkoop van bestaand bezit. Een periode met dalende vraag naar koopwoningen zet dit model onder druk.	De omvang van koopwoningen op de balans van Amsterdamse corporaties lijkt beheersbaar waardoor verliezen kunnen worden opgevangen. Het zal wel een rem zetten op nieuwe niet-DAEB activiteiten. Normale DAEB-activiteiten kunnen worden gefinancierd uit de kasstromen en m.b.v. geborgde leningen.
5. Daling WOZ	De WOZ vormt in de huidige WSW-regels een grens aan de borgingscapaciteit. Nu de WOZ voor het eerst sinds de introductie	De WOZ-grens heeft betrekking op netto nieuwe financiering. De herfinanciering komt niet in de knel. Bovendien ligt de

Schok	Omschrijving	Perspectief Amsterdam
	van het borgingssysteem daalt, kan deze limiet beperkend gaan werken.	loan-to-value (o.b.v. WOZ) voor Amsterdamse corporaties ruim onder 30%. Kortom, geen reden tot zorg op dit punt.
6. Storting obligo's	In de situatie dat problemen zich in de sector ophopen, kan het WSW een beroep doen op corporaties om de obligo's bij te storten. Dit kan om grote bedragen gaan en een stevige deuk in de bedrijfsvoering van corporaties betekenen.	Pas in extreme situaties, zoals bij een cascade van negatieve schokken, doet dit zich voor. De impact op Amsterdamse corporaties is met een gezamenlijke verplichting van €500 mio echter groot. Voor een aantal Amsterdamse corporaties zal het jaren duren voordat een obligo storting terug verdiend is.
7. Systeemrisico	Er ontstaat een kettingreactie van bovengenoemde problemen, die vaak onderling gecorreleerd zijn (en ook nog met gemeentefinanciën), die het hele borgingsstelsel kan laten kantelen.	Het gehele achtervangersbedrag wordt geactiveerd, d.w.z. 50% van € 9,6mrd, ofwel € 4,8mrd. Zolang non-acceleratie houdt en de sectorbanken daarin meewerken, moet de gemeente de jaarlijkse rente en aflossing (ca. 1/5 van schuld) financieren, hetgeen voor de begroting met € 50mio p. jr. oploopt, afhankelijk van het renteniveau.

Hoofdstuk 6 Monitoring en Interventie

Inleiding

De gemeente loopt zowel in volkshuisvestelijk opzicht als in financiële zin risico op woningcorporaties en hun activiteiten. Hoe groot de financiële risico's zijn, is in de voorgaande hoofdstukken besproken. Hieronder bekijken we hoe deze risico's onder controle worden gehouden. De woningcorporaties functioneren in een omgeving waarin enerzijds de tucht van de markt ontbreekt en anderzijds de sturing van de overheid beperkt is en grotendeels indirect: het BBSH geeft een ruim mandaat, de sturing door het Rijk vindt plaats door onderhandeling en de sturing van gemeenten door hun gronduitgiftebeleid. Om dit te ondervangen is toezicht noodzakelijk volgens het rapport "Advies toezicht woningcorporaties" van Schilder in 2006. Dit rapport, dat een vereenvoudiging van de toezichtstructuur voorstelt, is weliswaar van enkele jaren geleden, maar vormt een belangrijke bron voor de toezichtsectie in de huidige herziening van de woningwet. Toegespitst op de rol van de gemeenten, valt op dat gemeenten het financieel toezicht nagenoeg volledig aan het CFV en het WSW toevertrouwen. We kijken hoe de gemeente Amsterdam de toezichtsrol nu invult en vooral of de informatie die de gemeente daartoe ontvangt afdoende is. Vervolgens gaan we na hoe die informatiebehoefte kan worden aangepast bij een lichtere dan wel een zwaardere variant voor de toezichtsrol.

Huidige toezichtstructuur

De volgende vier doelen voor het toezicht in de corporatiesector, teneinde het maatschappelijk vermogen van de corporaties te beschermen, dienen volgens het rapport-Schilder (2006) centraal te staan:

1. Financieel gezonde sector (prudentieel financieel toezicht)
 - a. Via beoordeling financiële positie en ontwikkeling
 - b. Via beoordeling interne beheersingsstructuur (governance);
2. Effectief opererende sector (toezicht op maatschappelijke prestaties en rechtmatigheid)
 - a. Via stimuleren 'sociale woningbouw'-activiteiten
 - b. Via voorkomen van weglek en/of tegengaan van niet-'sociale woningbouw'-activiteiten
 - c. Via controle bij statutenwijzigingen en fusies;
3. Efficiënt opererende sector (efficiëntietoezicht);
4. Integere sector (integriteitstoezicht)
 - a. Preventief (opzet en werking beheersingsstructuur)
 - b. Reactief op basis van signalen (strafrechtelijk onderzoek)

Het toezicht op het functioneren van woningcorporaties vindt allereerst intern plaats door de Raad van Commissarissen (RvC) of Raad van Toezicht (RvT) van de corporaties. Aedes, de branchevereniging van woningcorporaties, en de Vereniging van Toezichthouders in Woningcorporaties (VTW) ondersteunen de kwaliteit van het interne toezicht, onder andere via de Aedes bedrijfstakcode en het aanbieden van opleidingen. Niettemin wordt het intern toezicht nog niet voldoende in staat geacht om professionalisering van de corporaties bij te houden.⁶⁴

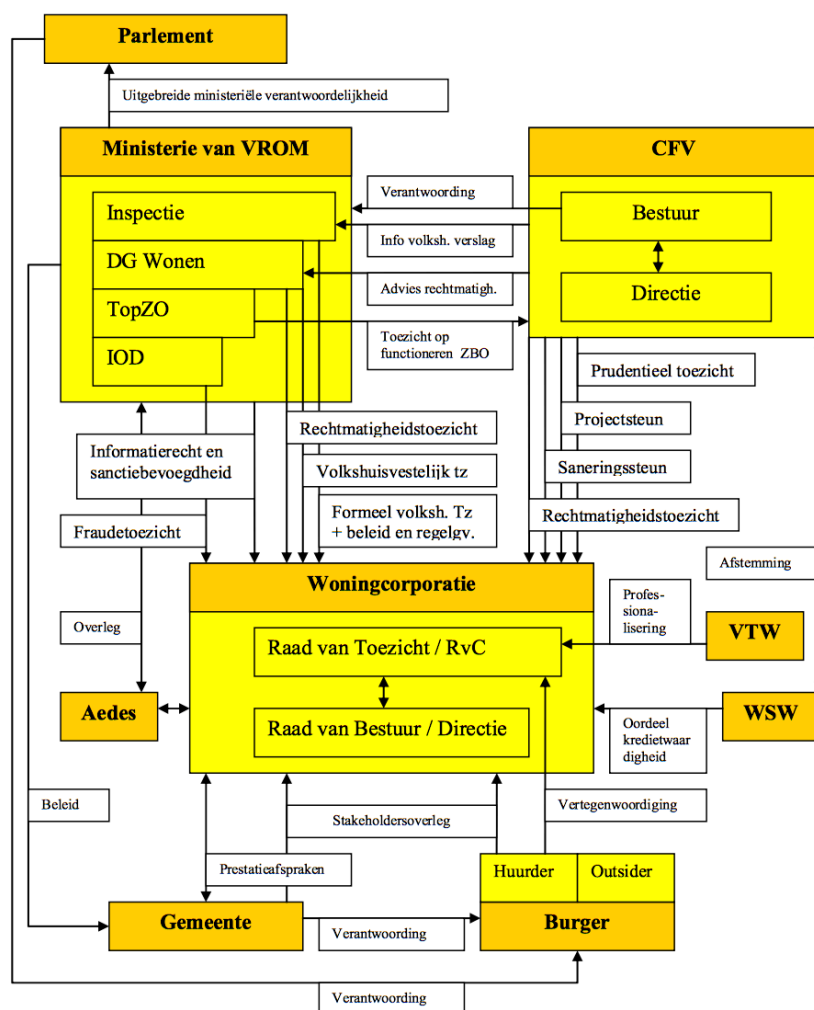
Dan is er het externe toezicht dat in de praktijk over wel vijf partijen verdeeld is. Formeel ligt het externe toezicht bij het Ministerie van Binnenlandse Zaken (BZK) voor zover het volkshuisvestelijk en rechtmatigheidstoezicht betreft en bij het Centraal Fonds voor de Volkshuisvesting (CFV) inzake financieel toezicht. Daarnaast voert het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) ook een vorm van financieel toezicht uit met de beoordeling van de kredietwaardigheid van corporaties in het kader van borgingsfaciliteiten, maar dat is

⁶⁴ Schilder (2006)

een privaatrechtelijke instelling. Vervolgens spelen de gemeenten, als achtervang en als opdrachtgever van de corporaties, een zekere toezichthoudende rol bij het beoordelen van de prestaties van corporaties. En tenslotte is ook de AFM indirect betrokken als toezichthouder op de wettelijke controle door geautoriseerde accountants⁶⁵.

Uiteindelijk ontstaat een complexe structuur, zie figuur 1, die in het afgelopen decennium regelmatig onderwerp van discussie is geweest.

Figuur 1 Huidige toezichtstructuur



Bron: Schilder(2006)

Als specifiek naar de rol van de gemeenten wordt gekeken, is het rapport-Schilder weinig positief. Op geen van de toezicht-doelen acht men het toezicht van de gemeenten toereikend; zie tabel 14. Via het gronduitgiftebeleid heeft een gemeente een sterke onderhandelingspositie. Woningcorporaties trachten niet alleen goedkope grond bij de gemeente te verwerven voor de bouw van sociale huurwoningen, maar onderhandelen tevens met het grondbedrijf over grondaankoop voor de bouw van dure huur- of koopwoningen. Deze dubbelrol kan voor onduidelijkheid zorgen. Diverse malen is in het verleden aangegeven dat de relatie tussen gemeenten en corporaties beter zou kunnen,

⁶⁵ Stb, 607, 22 dec 2009, Wijziging Wta

bijvoorbeeld via prestatiecontracten⁶⁶. Bovendien hebben gemeenten soms moeite met het beoordelen van het werk van de woningcorporaties, waardoor het lastig is om het toezichthoudende werk adequaat invulling te geven. Deze kritiek betreft het toezicht op het maatschappelijk presteren van de corporaties. Dat is buiten de reikwijdte van dit rapport dat alleen naar de financiële risico's en het bijbehorende toezicht kijkt. Juist op dat terrein lijkt er een bewuste keuze geweest om dat toezicht te delegeren aan het ministerie (nu BZK), die op haar beurt toeziet op de werkzaamheden van het CFV en het WSW.

Tabel 17 Beoordeling toereikendheid huidige toezichtstructuur

Partijen	Prudentieel toezicht		Toezicht op maatschappelijke prestaties en rechtmatigheid			Toezicht op efficiëntie	Toezicht op integriteit
	Financiële positie	Governance	Bevorderen maatschappelijke prestaties	Voorkomen weglek	Controle statuten		
<i>VROM</i>	Indirect	Nee	Indirect	Indirect	Indirect	Nee	Reactief
<i>CFV</i>	Ja	Beperkt	Nee	Beperkt	Ja	Nauwelijks	Nauwelijks
<i>WSW</i>	Ja	Nee	Nee	Nauwelijks	Nee	Nee	Nee
<i>Gemeentes</i>	Nee	Nee	Beperkt	Nee	Nee	Nee	Nee
<i>RvC corporatie</i>	Ja	Beperkt	Beperkt	Beperkt	Beperkt	Beperkt	Beperkt
Oordeel totaal	Goed	Onvoldoende	Onvoldoende	Onvoldoende	Redelijk	Onvoldoende	Matig

Bron: Schilder (2006)

Herziening woningwet

Het wetsvoorstel beoogt een steviger basis te geven binnen de Woningwet zelf (hoofdstuk V van de wet) voor het toezicht, dat nu nog grotendeels geregeld is per AMvB (Bbsh en Bcfv), beleidsregels en beleidscirculaires.

In de herziening van de woningwet wordt het advies-Schilder, dat pleit voor een sterke vereenvoudiging van de toezichtstructuur, met één toezichthouder, mede op advies van de Raad van State slechts ten dele overgenomen. *“Voorgesteld wordt dat het volkshuisvestelijke en rechtmatigheidstoezicht door de Minister van BZK uitgeoefend zal worden zodat daarmee invulling gegeven kan worden aan de ministeriële verantwoordelijkheid van de minister op het terrein van de volkshuisvesting en het functioneren van toegelaten instellingen. Deze vormen van toezicht zijn niet eenvoudig te normeren c.q. kennen een dergelijke mate van beoordelingsruimte, dat het niet in de rede ligt om dat onafhankelijk te beleggen buiten de ministeriële verantwoordelijkheid. Dit geldt ook voor het toezicht op governance en integriteit.”* (Memorie van Toelichting).

In de plannen zal het CFV naar een “autoriteit” worden omgevormd, verantwoordelijk voor financieel toezicht (nu ook al) en toezicht op Europese staatssteunvereisten (nieuw). Met dit laatste wordt het toezicht op niet-DAEB activiteiten beter geregeld, want dat was tot nu toe een blinde vlek. De nieuwe autoriteit zal over meer (machts)middelen beschikken om haar werk uit te voeren, in het bijzonder een aanwijzingsrecht.

Wat de gemeenten betreft, wordt in de nieuwe Woningwet ruim aandacht geschonken aan de afstemming (geen ‘toezicht’) van corporatie-werkzaamheden op het gemeentelijk volkshuisvestingsbeleid. De positie van de gemeente ten opzichte van corporaties wordt versterkt in de nieuwe Woningwet. Gemeenten kunnen in geval van een conflict over de bijdrage van het gemeentelijk woonbeleid aan de minister van BZK een verzoek tot interventie richten.⁶⁷ Overigens is dit recht tweezijdig: ook de corporatie kan om interventie vragen. Voor het financieel toezicht is geen rol voor de gemeenten opgenomen in de nieuwe

⁶⁶ De Boer (2005), Schilder (2006)

⁶⁷ MvT, p.7. Dit is een variant op een voorstel van commissie-De Boer (2005).

Woningwet; dat ligt bij de autoriteit en het ministerie van BZK.⁶⁸ Er is geen nadrukkelijke link tussen achtervang en informatieplicht gemaakt.

Huidige informatievoorziening aan gemeente Amsterdam

Amsterdam heeft een complexe relatie met corporaties langs allerlei kanalen: er is de afstemming van corporatie-activiteiten met de volkshuisvestingsplannen van de gemeente, het vereveningsfonds, de onderhandeling over gronduitgifte en subsidiering van bepaalde projecten (al dan niet via de grondprijs). Vanuit de gemeente zijn het Ontwikkelingsbedrijf Gemeente Amsterdam en de Dienst WZS structureel in overleg met corporaties.

Tot welke financiële informatie heeft Amsterdam toegang?

- Conform de Woningwet, heeft de gemeente inzage in een jaarverslag met jaarrekening, maar dat is tevens publieke informatie.
- Op ambtelijk niveau wordt jaarlijks een rondje gesprekken georganiseerd met de Amsterdamse corporaties. Daarbij gaat het om doorgaans om bestuurlijke zaken. Hiervan worden verslagen gemaakt, die ook in dit rapport zijn gebruikt.
- Per kwartaal ontvangt de gemeente van het WSW een overzicht van de leningen die door Amsterdam geborgd worden (dus achteraf).
- De publieke jaarlijkse rapportage van het CFV met solvabiliteits- en continuïteitsoordelen.
- Van het CFV ook sectorbeelden “Voornemens” en “Realisaties”, alsmede de publicatie “Corporatie-in-Perspectief”.⁶⁹

Zoals kan worden geconstateerd moeten de gemeenten vooral afgaan op publieke informatie, hetgeen enerzijds onder de Wet openbaarheid bestuur (WOB) misschien ook niet vreemd is, maar anderzijds een forse beperking is om zelfstandig de risico's van de achtervangersrol accuraat en tijdig te kunnen beoordelen, zo men dat al wil. De voorziening van financiële informatie is vrijblijvend, zoals een verwijzing naar de website, en doorgaans gedateerd. Dat is nog eens gebleken in de voorbereiding van dit rapport, waar de beschikbaarheid van recente informatie beperkt was. Analyse van de jaarverslagen, met moeizame onderlinge vergelijkbaarheid en een transparantie die eerder past bij een commerciële dan een maatschappelijke onderneming zou een grote inspanning en expertise vragen van de gemeente. De gemeente verlaat zich nagenoeg volledig op de externe toezichthouders. Het CFV biedt de meest toegankelijke informatie, maar ook dat kan, zoals bij de huidige risico's, te gedateerd blijken.

Er is dan ook aanvullend mondeling contact met CFV en WSW (en de corporaties). De indruk bestaat dat de informatievoorziening over volkshuisvestelijke zaken beter is dan op financieel terrein, maar of het voldoende is voor de gemeente, waarin ook eventuele prestatieafspraken worden verantwoord, valt buiten het bestek van dit rapport.

⁶⁸ Ter illustratie: “Bovendien stuurt het bestuur van de toegelaten instelling aan de autoriteit en de Minister van BZK het verslag van het accountantsonderzoek van de jaarstukken. Dat verslag wordt niet aan de voornoemde gemeenten gestuurd, omdat het uitsluitend informatie bevat die voor het toezicht van belang is.” (MvT, p.43)

⁶⁹ Voor het financieel toezicht moeten de corporaties gedetailleerde verantwoordingsinformatie (dVi) en prospectieve informatie (dPi) die de corporaties opgeven.

Overwegingen bij achtervangersrol

Voor de gemeente moet voor het financieel toezicht een afweging worden gemaakt tussen achtervangersrol, informatievoorziening en eigen dan wel gedelegeerd toezicht. Als er geen effectieve eigen controle op de achtervanger-risico's mogelijk is, rijst de vraag of de achtervangersrol zelf wel op zijn plaats is bij de gemeenten. De gemeente heeft geen zeggenschap indien grote problemen zich voordoen bij een corporatie.⁷⁰ In de praktijk zitten er vaak al genoeg partijen om de tafel. We hebben in hoofdstuk 2 gezien dat de borgingscascade eigenlijk alleen de achtervang bereikt bij een systeemrisico waarbij meerdere grote corporaties tegelijk onderuit gaan. In zo'n situatie gaat het in de eerste plaats om de borging die het Rijk kan bieden (ook als achtervang van gemeenten).

Er zouden twee argumenten kunnen pleiten voor achtervang door gemeenten. De eerste is dat men daarmee een krachtiger onderhandelingspositie heeft tegenover de corporaties bij volkshuisvestingzaken. Uit eerdere rapporten⁷¹ ziet men de onderhandelingskracht van de gemeenten vooral in het gronduitgiftebeleid; de achtervang wordt niet genoemd. Het tweede punt is dat in het onwaarschijnlijke geval van een complete instorting van het corporatiesysteem en activering van de achtervang, dat dan het huizenbezit aan de gemeenten toevalt.

Een ander aspect is of de gemeente een vergoeding moet kunnen vragen van het WSW voor het beschikbaar stellen van de borging. Dit is vrij gebruikelijk: het WSW krijgt een vergoeding van de corporaties (0,0276% over de schuldrestant), het Rijk heeft (ruime) vergoedingen geëist voor de garanties ten tijde van de bankencrisis. Ter illustratie, als Amsterdam een vergoeding van 0,01% zou vragen, één derde van het WSW-borgingstarief, vormt dat een inkomstenbron van ca. € 1mio per jaar. Dat is misschien niet veel, maar geeft wel een signaal naar het WSW en de corporaties (de vergoeding zal immers doorberekend worden aan de corporaties). Er kunnen politieke overwegingen zijn om de corporaties niet met deze (kleine) extra kosten op te zadelen. In dat geval kan het gebruikt worden om bij de corporaties en het WSW een betere financiële informatievoorziening af te dwingen: "vergoeding, tenzij ...". Langs deze weg wordt de werklust van de informatievergaring en financiële rapportage verlegd en verbetert de gemeente de monitoring, zonder extra menskracht in te hoeven zetten. De gemeente krijgt structureel een beter en vooral actueler beeld van de financiële risico's. Dit is van belang voor de achtervang maar uiteraard ook voor de volkshuisvesting; problemen bij een corporatie zullen zich vooreerst uiten in haar investerings- en andere kernactiviteiten. Hoewel dit nader uitgewerkt zou moeten worden, zou de gemeente zelfs kunnen overwegen om de (hoogte van de) risicopremie te koppelen aan de volkshuisvestelijke prestaties van een corporatie.

Zulke georganiseerde monitoring is belangrijk, maar het blijft achteruit kijken. De risico's worden er op zich niet minder om. Daarvoor kan de gemeente overwegen om toekomstige risico's in te perken door aanvullende eisen in de achtervangerovereenkomst te stipuleren, bijvoorbeeld met betrekking tot derivaten of niet-DAEB-activiteiten.

⁷⁰ Ter illustratie: in het Vestia-dossier zijn feitelijk alleen BZK, WSW en CFV betrokken. Op de achtergrond spelen volkshuisvestelijke discussie van betrokken gemeenten, maar dat slaat niet op de achtervang.

⁷¹ Schilder (2006) etc

Conclusie

Gelet op bovenstaande overwegingen, kunnen de keuzemogelijkheden voor de gemeente Amsterdam worden weergegeven in het volgende schema:

Beleidsvarianten voor toezicht en achtervangersrol

Opties	Omschrijving	Evaluatie
1. 'Status quo'	Focus is op volkshuisvestelijke taak van corporaties. Het financiële toezicht is volledig gedelegeerd aan het CFV en WSW.	Het voordeel is dat er geen nieuwe inspanning hoeft te worden verricht, noch de hiermee gemoeide kosten. Nadeel is dat er geen grip is het financiële beleid van woningcorporaties terwijl de gemeente wel als achtervanger risico loopt. Overigens is vastgelegd dat voor belangrijke besluiten het WSW de gemeente van te voren involveert.
2. 'Aangescherpt'	Naast de volkshuisvestelijke opgave, wordt er meer aandacht gegeven aan de financiële positie van de woningcorporaties. Dit kan bijvoorbeeld gebeuren door de treasury te betrekken bij de evaluatie in de jaarlijkse gesprekken met corporaties, en het CFV. Ook zou er een jaarlijks gesprek dienen te komen met het WSW.	De gemeente is beter geïnformeerd en is volwaardige gesprekspartner. Een overweging dient gemaakt te worden of de extra inspanning en kosten tegenover de voordelen staan.
3. 'Hefboom'	De gemeente Amsterdam stelt voorwaarden aan de achtervangerspositie. Dit kunnen grenzen zijn t.a.v. risico acceptatie die stringenter zijn dan die van de toezichthouder. Maar deze kunnen ook volkshuisvestelijk van aard zijn. Eventueel kunnen ook kosten in rekening gebracht worden voor de achtervangersfunctie	De gemeente probeert nadrukkelijk iets terug te krijgen van de corporaties en het WSW voor de achtervangerspositie die tot nu toe min of meer onvoorwaardelijk wordt verschaft.
4. 'WEW' Route	De gemeenten treden uit de achtervang en hevelen deze over aan het Rijk.	Indien de volkshuisvestelijke onderhandelingspositie van de gemeente vooral voortkomt uit het gronduitgiftebeleid en niet zozeer de achtervang is de vraag welk doel achtervangersrol dient voor de gemeente. ⁷²

⁷² Zie ook Schilder (2006)

Bronnenlijst en disclaimer

Aedes, VTW, 2011	Governancecode woningcorporaties, Aedes en VTW
CFV, 2010	Regiorapportage Stadsregio Amsterdam
CFV, 2011	Doorrekening effecten regeerakkoord corporatiesector
CFV, 2011	Sectorbeeld realisaties woningcorporaties verslagjaar 2010
CFV, 2011	Onderzoek grondposities en projectontwikkeling bij woningcorporaties
CFV, 2011	Beleidsregels 2012
CFV, 2011	Jaarverslag 2011
CFV, 2011	Toelichting CFV 2011 Corporatie in Perspectief
CFV, 2011	Corporatie in Perspectief 2011, De Alliantie
CFV, 2011	Corporatie in Perspectief 2011, De Key
CFV, 2011	Corporatie in Perspectief 2011, DUWO
CFV, 2011	Corporatie in Perspectief 2011, Eigen Haard
CFV, 2011	Corporatie in Perspectief 2011, Rochdale
CFV, 2011	Corporatie in Perspectief 2011, Stadgenoot
CFV, 2011	Corporatie in Perspectief 2011, Woonzorg Nederland
CFV, 2011	Corporatie in Perspectief 2011, Ymere
CFV, 2011	Corporatie in Perspectief 2011, Vestia
CFV, 2011	Corporatie in Perspectief 2011, De Goede Woning Driemond
Commissie De Boer, 2005	Lokaal wat kan, centraal wat moet, nieuw bestel voor woningcorporaties
CorpoData, 2011	Definitief model dPi 2011
CPB	Woningcorporaties uit verdwijnhoek
De Alliantie	Jaarverslag 2010, Jaarverslag & Jaarrekening, 2011
De Key	Jaarverslag 2010, Jaarverslag & Jaarrekening, 2011
Deloitte Real Estate Advisory, 2011	Financiële effecten crisis bij gemeentelijke grondbedrijven, Update 2011
DNB, 2006	Advies Toezicht op Woningcorporaties, Schilder e.a.
Duwo	Jaarverslag 2010, 2011
Eigen Haard	Jaarverslag 2010
Gemeente Rotterdam	Brief B&W 14 februari 2012
Lavrijssen en Özmis, 2010	Naar een effectief toezicht op de woningcorporaties, balanceren tussen staat en markt
Ministerie BZK	Circulaire Verkoop corporatiewoningen
Ministerie BZK, 2011	Herzieningswet en Memorie van toelichting - Herziening woningwet toegelaten instellingen volkshuisvesting
Ministerie BZK, 2012	Brief aan Tweede Kamer, 5 april 2012
	Brief aan Tweede Kamer, 26 april 2012
	Brief aan Tweede Kamer, 11 juni 2012
	Brief aan Tweede Kamer, 19 juni 2012
Moody's, 2011	Waarborgfonds Sociale Woningbouw
OGA, 2012	Verwachte kosten en opbrengsten grondexploitatie 2012-2016
Rochdale	Jaarverslag 2010, concept Jaarverslag 2011
SEO Economisch Onderzoek, 2012	Stresstest gemeente Amsterdam
Stadgenoot	Jaarverslag 2010
Standard & Poor's, 2011	Waarborgfonds Sociale Woningbouw

VNG, 2010	Financiële effecten crisis bij gemeentelijke grondbedrijven
Woonzorg	Jaarverslag 2010
WSW	Overeenkomst VNG-WSW
WSW	Model Overeenkomst gemeente/Waarborgfonds
WSW	Overeenkomst Rijk – WSW
WSW	Modelcollegebesluit gelimiteerde achtervangovereenkomst
WSW	Reglement van deelneming stichting Waarborgfonds Sociale Woningbouw
WSW	Algemene bepalingen voor geldleningen onder garantie van het waarborgfonds sociale woningbouw
WSW	Statuten
Ymere	Jaarverslag 2010, Jaarverslag & Jaarrekening, 2011, Jaarplan 2012

Disclaimer - verantwoording en aansprakelijkheid

Capitad heeft dit rapport en daarin voorkomende adviezen met grote zorgvuldigheid opgesteld, naar beste kennis en weten. Dit is een financieel expertise rapport en de juridische interpretatie van documenten is niet nader door juridische experts onderzocht. Capitad is op geen enkele wijze verantwoordelijk of aansprakelijk voor schade (ook niet voor indirecte- en/of gevolgschade) die kan voortvloeien uit gebruik van het rapport. Het al dan niet geheel of gedeeltelijk opvolgen van de adviezen in het rapport is en blijft de verantwoordelijkheid van de opdrachtgever en degenen aan wie de opdrachtgever het rapport verspreidt.