

Privatisering van de woningbouwfinanciering

De rijksoverheid zal zich met ingang van het volgend jaar niet meer garant stellen voor nieuwe leningen ten behoeve van sociale woningbouw. Hoe de woningbouwcorporaties en de gemeenten dan de bouw en renovatie van goedkope huurwoningen kunnen financieren, wordt in dit artikel besproken. Twee punten vragen de aandacht: het geringe eigen vermogen van de corporaties en de blijvende behoefte aan lang vreemd vermogen terwijl de kapitaalmarkt tendeeft naar kortere looptijden. Met een onderling garantiefonds voor rente en aflossing zouden de corporaties de kapitaalverschaffers voldoende zekerheid kunnen bieden. De overschakeling van projectfinanciering op ondernemingsfinanciering zou het 'mismatch'-probleem kunnen verminderen. Een en ander zal echter onvermijdelijk tot hogere kosten leiden.

DRS. A.A.J. KLUYTMANS*

Inleiding

Sinds 1945 zijn er circa twee miljoen sociale huurwoningen gebouwd in opdracht van gemeenten en woningbouwverenigingen. Deze woningen zijn in hoofdzaak gefinancierd met overheidsleningen of met particuliere leningen onder garantie van de overheid. Aan deze 'traditie' van interventie wil de regering evenwel een einde maken, zo bleek uit de VROM-begroting 1988.

Vanaf 1 januari 1988 moeten woningcorporaties en gemeentelijke woningbedrijven direct op de kapitaalmarkt lenen voor al hun nieuwbouw- en verbeteringsinvesteringen. Tot en met 1987 werd een deel nog met rijksleningen gefinancierd. Tevens heeft de regering besloten met ingang van 1989 voor 7.500 sociale huurwoningen geen rijkscontractgarantie meer te verstrekken op daarvoor aan te trekken particuliere leningen¹. Thans is het zo dat, voor zover op de kapitaalmarkt moet worden geleend voor nieuwbouw, de gemeente zich garant stelt voor de woningcorporatie, een garantie die voor 100% wordt overgenomen door de rijksoverheid (de z.g. contractgarantie). Dit artikel gaat over de voorgestelde wijzigingen en de betekenis ervan voor de toekomst van de sociale woningbouw.

Kernvraag is hoe in de toekomst nieuwbouw en renovatie tegen zo laag mogelijke kosten en acceptabele overige voorwaarden kunnen worden gefinancierd. Na een korte terugblik wordt nagegaan hoe de onderhandelingspositie van corporaties zonder overheidsinterventie zou zijn op de kapitaalmarkt. Duidelijk zal worden dat volledig op eigen benen staan als regel niet haalbaar en wellicht ook niet wenselijk is, gelet op de grote overheidsinvloed op resultatenrekening en balans van woningcorporaties. De overheidsinvloed wordt de eerstkomende decennia nog grotendeels bepaald door in het verleden afgesloten contracten. Gelet op de doelstelling van corporaties – kwalitatief goe-

de huurwoningen bouwen tegen een voor lagere inkomensgroepen acceptabel huurniveau – is die invloed bovendien onmisbaar.

Vervolgens wordt ingegaan op mogelijke fricties tussen het aanbod op de (onderhandse) kapitaalmarkt en de financieringsbehoefte van corporaties. Ten slotte zal, rekening houdend met de geheel eigen positie van woningcorporaties, het toekomstperspectief worden behandeld.

Huidige situatie

Uit medio 1987 hadden woningcorporaties en gemeentelijke woningbedrijven gezamenlijk een lange-termijnschuld van circa f 110 miljard. Was in 1984 nog 76% daarvan gefinancierd door gemeenten en vooral de rijksoverheid, in 1987 is hun aandeel teruggezak naar 46%. Het restant is via onderhandse (garantie)leningen direct op de kapitaalmarkt aangetrokken. Deze ingrijpende verschuiving van overheids- naar particuliere financiering is met name veroorzaakt door vervroegde aflossing van rijksleningen in de periode 1984-1987.

Ofschoon het accent is verschoven naar particuliere financiering, ligt het uiteindelijke risico nog steeds vrijwel geheel bij de overheid, hetzij vanwege overheidsleningen (46%), hetzij door gemeentegarantie alleen (29%) en in

* Stafmedewerker van de Nationale Woningraad (NWR). De NWR is een overkoepelende organisatie waarbij circa 700 woningcorporaties en gemeentelijke woningbedrijven zijn aangesloten, die gezamenlijk rond 1,3 miljoen woningen beheren.

1. Zie voor toelichting onder andere J.B.S. Conijn, Begrotingsbeleid en normering bij VROM, ESB, 10 december 1986; M. Vergeer, De overheid probeert een stap terug te doen, *Stedebouw en volkshuisvesting*, december 1987; R. Klunder, Particuliere financiering in de sociale huursector, *Openbare uitgaven*, nr. 1, 1988.

combinatie met rijkscontragarantie (25%) op leningen van institutionele beleggers en banken².

Eind 1984 leenden institutionele beleggers direct (dus exclusief hun aandeel in de overheidsfinanciering, voor zover bestemd voor volkshuisvestingsleningen) f 23.852 miljoen aan corporaties en andere niet-winstbeogende instellingen, ruim tweeënhalf maal het bedrag in 1980. In procenten van het balanstotaal komt dat neer op een stijging van 3,5 tot 6,0%. Het aandeel in het totaal van beleggingen in de bouwnijverheid verdubbelde bijna van 11,6% tot 22,0%³. Deze bepaald stormachtige ontwikkeling heeft te maken met de verschuiving van rijksfinanciering naar kapitaalmarktfinanciering en het hoge bouwprogramma in de sociale huursector in het begin van de jaren tachtig, om de terugval in de koopsector op te vangen.

Met een aandeel van 52% zijn pensioenfondsen verreweg de belangrijkste (directe) financiers van woningcorporaties. Van dat aandeel neemt het ABP circa 75% (39% van het totaal) voor zijn rekening. Deze cijfers zijn exclusief herfinanciering van vervroegd afgeloste rijksleningen. Pensioenfondsen en levensverzekeraars hebben samen ruim 70% van de rechtstreeks door corporaties op de kapitaalmarkt aangetrokken leningen verzorgd; de tien grootste financiers gezamenlijk meer dan 80% daarvan⁴.

Onderscheiden naar leningstype blijkt dat voornamelijk pensioenfondsen en levensverzekeraars alsmede de Waterschapsbank de klimleningen hebben gefinancierd. Klimleningen worden gekenmerkt door een toenemend schuldrestant in het begin van de looptijd en zijn afgestemd op het subsidiesysteem van de dynamische-kostprijsuur, zoals dat in de jaren 1975-1986 heeft gewerkt. Banken houden het meestal bij annuïtaire of lineaire leningen.

Ten slotte is het opvallend dat 60% gefinancierd is met leningen met een looptijd van tien tot en met twintig jaar. Voor zover langere looptijden gelden, zijn de leningen afkomstig van pensioenfondsen. Dit is een duidelijk verschil met overheidsleningen die een veel langere looptijd hebben van doorgaans 50 jaar (en maximaal zelfs 75 jaar). Naarmate het aandeel van particuliere financiering toeneemt, zal de volkshuisvesting meer met herfinanciering te maken krijgen. Speciaal is dat het geval met leningen die ter herfinanciering van vervroegd afgeloste rijksleningen zijn afgesloten, veelal een korte looptijd hebben (rond vijf jaar) en vanaf omstreeks 1992 geherfinancierd moeten worden.

Positie van corporaties op de kapitaalmarkt

Een belangrijke vraag voor de toekomst is of (individuele) woningcorporaties op eigen kracht voldoende leningen tegen aanvaardbare kosten zouden kunnen aantrekken. Voor het antwoord op die vraag moeten wij in feite terug naar de oorzaken voor het overheidsingrijpen in de afgelopen decennia. Twee factoren lijken van cruciaal belang: het beperkte eigen vermogen van woningcorporaties en de 'moeilijk' in de markt liggende, door het rijk opgelegde leningsvoorwaarden.

De slechte vermogensverhoudingen zijn voor een belangrijk deel een gevolg van het naoorlogse huur- en subsidiebeleid. Het huurniveau in Nederland is in het algemeen lager dan nodig is voor een rendabele exploitatie. Daarom subsidieert de overheid de nieuwbouw van woningen, uitgaande van een door het rijk gedefinieerde kostprijs. Het doel is een kostendekkende exploitatie zonder winst.

Probleem is vanzelfsprekend het vaststellen van dit kostprijsniveau: een hoog kostprijsniveau leidt, gegeven een politiek bepaald huurniveau, tot hoge subsidies en dus tot een zware last op de rijksbegroting. In de praktijk heeft

het kostprijsniveau daarom steeds onder druk gestaan, onder meer tot uitdrukking komend in:

- een beperkte financiële ruimte om ten laste van de exploitatie een eigen vermogen te vormen;
- een lange levensduur van 50 jaar voor de gehele woning (zoveel mogelijk uitsmeren en vooruitschuiven van de kosten in de tijd);
- het slechts ten dele meenemen van voorzienbare onderhoudskosten, zodat aanvullende subsidies voor groot onderhoud en verbetering noodzakelijk blijken.

Als gevolg hiervan is lange tijd nauwelijks eigen vermogen gevormd, waardoor de basis ontbrak om zelfstandig financieringsmiddelen aan te trekken. Pas vanaf omstreeks 1975 is de eigen vermogensgroei van betekenis, zij het niet voor alle sociale verhuurders. Deze periode kende gunstige omstandigheden voor vermogensvorming: veel nieuwbouwwoningen met in het begin nog lage exploitatiekosten werden aan het bezit toegevoegd, terwijl relatief weinig woningen hoefden te worden verbeterd. In de komende jaren daalt de nieuwbouw daarentegen en zijn, gezien de leeftijdsopbouw van het woningbestand, juist veel woningen toe aan groot onderhoud en/of verbetering. Deze investeringen zijn slechts ten dele gedekt door subsidies en extra huuropbrengsten, de rest putten corporaties uit eigen reserves.

Het overheidsbeleid ten aanzien van de financiering steunt in zekere zin op een verwachte positieve ontwikkeling van het eigen vermogen van woningcorporaties en woningbedrijven. Rekening houdend met de rentevoordelen herfinanciering stijgt het eigen vermogen van f 4.400 per woning in 1984 inderdaad tot f 5.500 à f 6.000 in 1990-1992, of wel 10% van het vreemd vermogen. Na 1992 moet evenwel rekening worden gehouden met rentenadelen vanwege de herfinanciering en met stijgende onderhouds-uitgaven door veroudering van het woningbestand van corporaties. Bovendien gaan achter het gemiddelde steeds grotere verschillen tussen corporaties en woningbedrijven onderling schuil. Gemiddeld is waarschijnlijk een stabilisatie van het eigen vermogen tot 2000 te verwachten.

Behalve de vermogenspositie zijn ook omvang en samenstelling van de financieringsbehoefte relevant. Ondanks teruglopende bouwprogramma's is de financieringsbehoefte van de sociale huursector altijd nog f 4,5 miljard per jaar, waarvan corporaties f 2,8 miljard ten behoeve van nieuwbouw nodig hebben en f 0,9 miljard voor verbetering (woningbedrijven respectievelijk f 0,3 en f 0,5 miljard). Naast het niveau is de samenstelling van de financieringsvraag (looptijd, aflossingsschema, rentevastperiode) bepalend voor de mate waarin gemeenten en woningcorporaties erin zullen slagen deze behoefte te dekken op de kapitaalmarkt alsmede de prijs die daarvoor zal moeten worden betaald.

Uitgaande van een perfecte aansluiting tussen de genormeerde exploitatie volgens de vigerende subsidieregeling en de financiering zullen ten behoeve van nieuwbouw annuïteitenleningen worden aangetrokken met een looptijd van ten minste twintig jaar, gebaseerd op een aflossingsschema van vijftig jaar en met renteherziening na elke tien jaar. Bij woningverbetering is de looptijd doorgaans korter, namelijk vijftien tot vijftentwintig jaar, gemiddelde looptijd acht à vijftien jaar. Het aflossingsschema is meestal annuïtair of lineair, de rentefixatieperiode varieert sterk tussen vijf en vijftentwintig jaar.

2. NWR/NCIV, *Nota inzake financieringsinstituut woningcorporaties*, Almere, 29 oktober 1987.

3. *Economische betekenis en financiering van de bouw in Nederland*, Rapport ten behoeve van de Parlementaire Enquête-commissie Bouwsubsidies door de Studiedienst van De Nederlandse Bank, Tweede Kamer, vergaderjaar 1987-1988, 19 623, nr. 32.

4. Zie voetnoot 2.

Momenteel is het niet mogelijk voor corporaties om behalve met annuïteitenleningen bij voorbeeld ook met fixe-leningen of lineaire leningen nieuwbouw te financieren. De regeling voor rijksdeelname in gemeentegaranties laat geen afwijkingen toe van het aflossingsschema, zoals in de subsidieregeling is aangenomen. Ten aanzien van leningen voor verbetering is een grotere verscheidenheid aan aflossingsschema's nu al wel mogelijk en gebruikelijk. Door de eenmalige subsidie (in plaats van meerjarige subsidies bij nieuwbouw) is de band tussen exploitatie en financiering losser. Het renterisico komt hier voor rekening van de corporatie die zelf de lengte van de rentefixatieperiode kan bepalen en afstemmen op de aangeboden leningen, alsmede op het eigen totale financierings- en beleggingsbeleid (interne financiering).

Verwachte aanbod van leningen

Voor zover woningcorporaties tot nu toe direct op de kapitaalmarkt leenden, was dat met name op de onderhandse kapitaalmarkt. Als de toekomstige financieringsbehoefte eveneens geheel met onderhandse leningen moet worden gedekt, impliceert dat een beslag van 20 à 25% op het totale netto aanbod. Dat is uiteraard slechts realiseerbaar als vraag en aanbod soepel op elkaar kunnen worden afgestemd.

Een onderhandse lening is een rentedragende schuldvordering op naam, waarvan de plaatsing tussen geldgever en geldnemer 'onderhands' wordt geregeld. Onderhands duidt op verschillende kenmerken:

- handel en prijsvorming zijn niet openbaar, in tegenstelling tot een obligatielening die een schuldvordering aan toonder is. Dit bemoeilijkt de verhandeling;
- in tegenstelling tot een hypothecaire lening wordt geen officiële authentieke leningsakte ten overstaan van een notaris door partijen getekend;
- de belangrijkste geldnemers zijn de centrale en lagere overheid, de semi-overheid (openbare nutsbedrijven), financiële instellingen en instellingen die lenen onder overheidsgarantie (de 'garantiesector')⁵;
- de belangrijkste aanbieders van dit risicomijdende lange vermogen zijn institutionele beleggers.

Prof. dr. C.J. Rijnvos heeft de onderhandse kapitaalmarkt beschreven als een typisch Nederlands verschijnsel met oligopolistische trekjes: een beperkt aantal marktpartijen en een centrale prijszetting⁶. Het is een gesloten circuit waar de prijs tot stand komt door uitgebreide oriëntatie voorafgaande aan transacties. Er is geen richtsnoer voor de rente, zoals het promessedisconto voor de geldmarkt. Hij constateert voorts een merkwaardige tegenstelling: enerzijds heeft de onderhandse markt de pretentie 'op maat' te werken, anderzijds is sprake van starheid.

Dat laatste zou onder andere komen door de garantieleningen in de woningbouw en gezondheidszorg, aldus dr. J.Th. Adolfse van de Rabobank⁷. Aangezien het renteniveau wordt verrekend in te subsidiëren exploitatietekorten zouden deze geldnemers minder geïnteresseerd zijn in de vraag of zij wel tegen de juiste tarieven lenen.

Wat betreft de volkshuisvesting is de starheid echter veeleer te wijten aan het feit dat subsidieregelingen voor de nieuwbouw van huurwoningen tot een bepaald aflossingsschema en minimale looptijd verplichten. Het pluspunt van onderhandse leningen, de fijnregeling of wel het afstemmen van de voorwaarden op specifieke wensen en mogelijkheden van geldgever en geldnemer kan daardoor nauwelijks worden benut. Het relatieve gemak waarmee vervroegd afgeloste rijksleningen zijn geherfinancierd is ten dele verklaarbaar uit het feit dat gemeenten en corpo-

raties daarbij juist niet gebonden waren aan dit door het rijk opgelegde keurslijf van leningsvoorwaarden. Zodoende zijn goed in de markt liggende leningstypen gebruikt, zoals fixe-leningen met een korte looptijd.

Daarnaast stelt de beperkte verhandelbaarheid van onderhandse leningen grenzen aan de (maximale) omvang van het vermogen dat beleggers in onderhandse leningen, en meer speciaal in één bepaalde sector, zullen steken. Door kapitaalmarktfinanciering van nieuwbouw en verbetering, alsmede herfinanciering van rijksleningen is het aandeel van leningen aan woningcorporaties in beleggingsportefeuilles en kredietuitzettingen van banken de laatste jaren toch al scherp toegenomen.

Daar komt bij dat de intermediaire functie van het rijk (rijksleningen verstrekken aan corporaties, de middelen daarvoor aantrekken via openbare staatsleningen en onderhandse leningen) wegvalt. Daarvoor in de plaats komt een 'eenheidsvraag' direct op de kapitaalmarkt van corporaties. De vraag is of beleggers in dezelfde mate mee willen en kunnen veranderen in de te accepteren voorwaarden.

Enkele structurele veranderingen in het aanbod op de kapitaalmarkt⁸, die in dit artikel slechts kunnen worden aangestipt, zullen onmiskenbaar effect hebben op de woningbouwfinanciering, namelijk:

- liberalisatie en internationalisatie op de kapitaalmarkt;
- overgang van groeiende (pensioenfondsen) naar rijpende of afbouwende fondsen in verband met vergrijzing.

Meer nog dan voorheen zullen de rente en overige leningsvoorwaarden worden bepaald door het buitenland. Omdat daar variabele rentetarieven meer gebruikelijk zijn is er, afgezien van renteverwachtingen, een tendens naar kortere rentefixatietermijnen. Tevens is sprake van een streven naar kortere looptijden, omdat fondsen een groter belang hechten aan de liquiditeit van hun beleggingen, gellet op de verplichtingen die zij moeten nakomen. Hoewel het effect daarvan op de financiering van een bepaalde sector moeilijk te bepalen is, zijn dit niettemin zeer relevante ontwikkelingen, gezien de zeer lange looptijd (50 jaar) van financieringen in de volkshuisvesting. Ook de brede herwaardering en wijzigingen in de fiscale behandeling van lijfrenten zouden de woningbouwfinanciering kunnen bemoeilijken.

Samen met onzekerheid over het renteverloop werken genoemde factoren een steiler verloop van de rentestructuur in de hand. Leningen met een lange looptijd in combinatie met lange rentefixatieperiodes worden relatief duurder. Geconfronteerd met de vraag van woningcorporaties naar lang vreemd vermogen is het perspectief minder rooskleurig dan de vlotte herfinanciering van rijksleningen in de afgelopen jaren doet vermoeden:

- de vraag van corporaties voor nieuwe investeringen is tamelijk eenvormig, het aanbod juist gedifferentieerd;
- terwijl de volkshuisvesting lang vermogen nodig heeft, is er in het aanbod een tendens naar kortere looptijden en/of rentefixatieperiodes.

Dit, gevoegd bij de grote (her)financieringsbehoefte van corporaties en rijksoverheid begin jaren negentig, duidt erop dat vragers zich de nodige inspanningen zullen moe-

5. P. Kuyper en J.F. van de Veer, *De onderhandse lening*, Euroforum, Eindhoven, 1985.

6. C.J. Rijnvos, *Structuur, werking en concurrentieverhoudingen van de onderhandse kapitaalmarkt*, inleiding op symposium 'Financiering volkshuisvesting', Utrecht, 25 februari 1988.

7. J.Th. Adolfse, Naar een dynamische kapitaalmarkt, *Tijdschrift Financieel Management*, 1987, nr. 2.

8. Inleiding van H.H. Faber, NWR-symposium financiering bouwprogramma, 17 september 1987; K.P. Goudszwaard en H.M. van de Kar, Institutionele beleggers en overheidsschuld, *ESB*, 26 maart/2 april 1986.

ten getroosten om ook de toekomstige woningbouwfinanciering te verzekeren. Aannemende dat corporaties als vragers in staat worden gesteld een grotere variatie aan leningsvormen te accepteren, hebben aanbieders en bemiddelaars op de onderhandse kapitaalmarkt vervolgens alle gelegenheid het imago van 'rigiditeit' van zich af te schudden. Concreet zou bij voorbeeld aansluiting kunnen worden gezocht bij de aanbevelingen van Adolfs⁹. Deze hebben betrekking op het bepalen van de goedkeuringsrente, innoverende nieuwe financieringsformules, bevorderen van de verhandelbaarheid, standaardisering van contracten voor gelijksoortige leningen enz.

Perspectief vanuit woningcorporaties

Zowel de vermogenspositie als de 'moeilijke' leningsvoorwaarden belemmeren woningcorporaties in het aantrekken van leningen op de kapitaalmarkt. Daarom is het van rijkswege voorgestelde financieringsbeleid, waarin corporaties meer op eigen benen moeten staan, niet realiseerbaar zonder ondersteunende instrumenten. In algemene zin dient een beleid gericht op een versteviging van het financiële draagvlak te worden gevoerd, met als belangrijke elementen:

- een consistente koers, zowel bestuurlijk-procedureel als financieel, van de overheid;
- afstemmen van de woonlasten op de economische groei en inkomensontwikkeling;
- evenwicht in de verhouding huren-kopen om de afzet in de huursector zoveel mogelijk te verzekeren;
- gestaag doorgaan met de opbouw van een solide vermogenspositie van woningcorporaties.

Op die wijze kan langzaam maar zeker het beeld dat beleggers hebben van de volkshuisvesting, namelijk dat van een sector waar de financiële resultaten al te sterk worden beïnvloed door onvoorspelbaar overheidsbeleid, worden weggepoetst.

Andere instrumenten zijn evenwel noodzakelijk om op korte termijn de onderhandelingspositie van woningcorporaties en woningbedrijven als vragers op de kapitaalmarkt te verbeteren. Ten eerste kan die vraag anders worden gestructureerd door een grotere flexibiliteit in de leningsvoorwaarden. Aldus worden de voorwaarden gecreëerd waaronder corporaties kunnen gaan bouwen aan een 'ideaal-complex' van leningen naar looptijd, aflossingsschema, renteniveau en rentevastperiode zodanig gedifferentieerd dat de rentegevoeligheid minimaal is. Dat is van wezenlijk belang omdat er immers voor steeds meer investeringen geen direct (100%) verband is tussen renteniveau en overheidssubsidie. Deze flexibiliteit zou corporaties in staat stellen adequater te reageren op ontwikkelingen in het kapitaalmarktaanbod. De huidige 'eenheidsvraag' naar leningen met dezelfde looptijd en rentevastperiode gaat juist in tegen de toenemende verscheidenheid in het aanbod.

De rijksoverheid zou wat betreft de leningsvoorwaarden de teugels in de regelgeving ten aanzien van nieuwbouw iets kunnen laten vieren, bij voorbeeld:

- niet alleen leningen met een aflossingsschema op annuïtaire basis conform de subsidieregeling, maar ook met een daarbij in de buurt liggend patroon (lineair, fixe);
- niet alleen looptijden van twintig jaar of meer, maar ook korter (tien jaar), met als schaduwzijde overigens dat de herfinancieringsbehoefte stijgt.

Voorts is verkorting van de gebruikelijke vijftigjarige exploitatie- en financieringsperiode naar dertig jaar, zoals in de koopsector gebruikelijk, aan te bevelen. Ten slotte lijkt het zinvol naast projectfinanciering, ondernemingsfinan-

ciering te bevorderen. Dit is de logische tegenhanger van het volledig verdwijnen van rijksleningen die als het ware de vraag naar woningbouwleningen qua condities transformeerden naar het kapitaalmarktaanbod.

Een betere onderlinge afstemming tussen vraag en aanbod is weliswaar noodzakelijk maar niet voldoende. Het ontbreken van voldoende zekerheden blijft in de beoordeling van institutionele beleggers een probleem. Bij het wegvallen van de rijksoverheid is dat alleen op te lossen met een andere derde partij die zich ten opzichte van financiers garant stelt voor het nakomen van de verplichtingen die voortvloeien uit een leningsovereenkomst door een corporatie. Praktisch gezien komen als zodanig in aanmerking:

- de gemeente met gemeenteleningen en -garanties waarmee de overheidsbemoedening dus wordt gecontinueerd, zij het in een andere vorm;
- een door de sector zelf opgericht fonds waarin de financiële kracht gebundeld wordt ingezet voor het afdekken van de risico's.

Ook een combinatie is mogelijk (en sedert 1984 al in de praktijk werkzaam), namelijk een sectoraal fonds met daarachter een garantie van de overheid. Dat is een voor de hand liggende keuze vanwege de voorlopig nog altijd grote invloed van de (rijks)overheid op de exploitatie en daarmee op de financiële risico's.

A.P. Ranner gaf onlangs inzicht in de (ambtelijke) visie van het Ministerie van Financiën op de samenhang tussen deze alternatieven¹⁰. Hij zet allereerst vraagtekens bij gemeentelijke financiering: "Of het in economisch, allocatief opzicht een goede oplossing is deze financiering van de rijksbegroting naar gemeentelijke begrotingen te verschuiven kan worden betwijfeld". Ranner beschouwt een waarborgfonds "als een middel om geleidelijk de overheidsbemoedening met deze sectoren te verminderen en daarbij zowel bij te dragen aan de genoemde doelstellingen als aan het beperken van de door de geldnemers te betalen risicopremie". Kennelijk ziet Financiën mogelijkheden in een waarborgfonds, zowel in de woningbouw als in de gezondheidszorg, waar een vergelijkbaar probleem speelt¹¹.

Daargelaten of overnemen van de rijkstaak door gemeenten niet 'meer van hetzelfde' is, kent de optie gemeenteleningen of -garanties enkele voor- en nadelen. Voordelen zijn gelegen in de continuïteit en de prijs, omdat gemeenten ervaring hebben op dit terrein en voorts goedkoop kunnen lenen. Maar het is de vraag of (kleinere) gemeenten steeds in staat en/of bereid zullen zijn de risico's te beoordelen en te beheren. Bovendien, en vanuit corporatie-oogpunt doorslaggevend, zouden gemeenten een ongewenst monopolie verkrijgen bij de financiering. Zonder hun medewerking zouden corporaties in het algemeen geen leningen kunnen aantrekken. Die monopoliepositie zou zich kunnen uiten in ongunstige leningvoorwaarden, maar ook in onderhandelingen tussen beide partijen over allerlei andere onderwerpen.

Waarborgfonds

Het is daarom niet alleen vanuit concurrentieoogpunt nuttig, maar vanuit het corporatiestandpunt tevens principieel wenselijk dat naast gemeenteleningen en -garanties een alternatief wordt gecreëerd in de vorm van een waar-

9. Zie voetnoot 6.

10. A.P. Ranner, Het rijksgarantiebeleid in beweging, *B&G*, maart 1988.

11. Zie bij voorbeeld: Ziekenhuisfinanciering, speciale bijlage van *Het financiële Dagblad*, 13 maart 1987; G.L. Zeilmaker, De terugtrekkende overheid bij financieringen van de gezondheidszorg en de sociale woningbouw, *B&G*, april 1988.

borgfonds. Daarover zijn inmiddels afspraken op hoofdlijnen gemaakt tussen de Ministeries van VROM en Financiën, de Vereniging Nederlandse Gemeenten en de organisaties van woningcorporaties, de Nationale Woningraad en het Nederlands Christelijk Instituut voor de Volkshuisvesting. Een dergelijk fonds zal betalingen van rente, aflossing en hoofdschuld garanderen ten behoeve van de financier. Woningcorporaties betalen daarvoor een bepaald percentage van de lening als disagio en verplichten zich bovendien het fondsvermogen in noodgevallen aan te vullen met eveneens een bepaald percentage van het leningsbedrag, het zogenaamde obligo.

Spreiding, selectie en beheersen van risico's en bundeling van kennis en activiteiten leveren schaalvoordelen op zodat met een relatief beperkt eigen vermogen een aanzienlijk leningbedrag kan worden gegarandeerd. Aangezien het fondsvermogen 'mager' is, uitgaande van normale omstandigheden en risico's, zal voor calamiteiten een veiligheidsnet moeten worden gespannen. Daartoe zal de overheid op haar beurt garant staan voor het nakomen van verplichtingen door het waarborgfonds. In de thans in discussie zijnde constructie zouden rijk en gemeenten elk 50% garanderen.

Het primaire risico bij overheidsgaranties wordt vervangen door een secundair risico, omdat er een fonds wordt tussengeschoven. Dat lijkt een kleine stap maar het is een bijzonder ambitieuze en zeker de grootst haalbare. Volledige privatisering van de ene op de andere dag zou waarschijnlijk niet door de financiële markten worden geaccepteerd, met alle negatieve gevolgen van dien voor woningzoekenden, corporaties en in het bijzonder ook de overheid als grote schuldeiser zelf. Het politieke uitgangspunt dat overheidsbemoeyenis moet worden teruggedraaid zal alleen langs de weg der geleidelijkheid kunnen worden gerealiseerd. Daarom is het weinig vruchtbaar deze constructie af te doen met de opmerking dat de overheid uiteindelijk 'toch weer' garant staat. In economisch opzicht zijn er immers wel degelijk verschillen: woningcorporaties betalen een premie voor een garantie van het fonds en verklaren het fondsvermogen zo nodig tot bepaalde bedragen aan te vullen. Bovendien wordt feitelijk een vermogen opgebouwd om risico's af te dekken, in tegenstelling tot de huidige praktijk: garanties zijn weliswaar 'van belang' voor de rijksbegroting, maar er is geen budget voor eventuele aanspraken op garanties. Ten slotte heeft een landelijk werkend fonds betere mogelijkheden (dan bij voorbeeld een per gemeente te vormen fonds) tot risicobeheer en -spreiding.

Er is een precedent in de vorm van het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW), dat sinds 1984 garanties afgeeft op leningen ten behoeve van woningverbetering. De ervaringen daarmee mogen positief worden genoemd. In de periode 1984-1987 was het aandeel van het WSW in de totale externe verbeteringsfinanciering door corporaties ongeveer gelijk aan dat van gemeentegaranties. Het rentepercentage op door het WSW gegarandeerde leningen is, na een aanloopperiode, nauwelijks hoger dan dat van leningen met gemeentegarantie. Een vergelijkbaar fonds zou ten behoeve van nieuwbouw kunnen worden opgericht of het bestaande fonds zou kunnen worden uitgebreid met nieuwbouw. Dit laatste heeft de voorkeur.

In dit verband verdient tevens het Centraal Fonds voor de Volkshuisvesting (CFV) vermelding. Dit nog op te richten fonds heeft een geheel ander karakter dan het hiervoor genoemde waarborgfonds. Het is de bedoeling dat alle woningcorporaties via een bijdrage aan het CFV een vermogen bijeenbrengen dat gebruikt wordt om woningcorporaties met financiële problemen te saneren. Vanuit de financiers beschouwd is het CFV een eerste zekerheid (ofschon geen 100% waterdichte) dat corporaties rente en aflossing op leningen zullen kunnen blijven voldoen. In deze visie vormt het waarborgfonds vervolgens de tweede

lijn en de overheidsgarantie ten opzichte van het waarborgfonds de derde. Bijeen genomen spreekt zowel uit het waarborgfonds als uit het Centraal Fonds voor de Volkshuisvesting een toezegging van woningcorporaties om, binnen zekere grenzen, risico's onderling in de sector op te vangen.

Slot

In het debat over de Enquête Bouwsubsidies in de Tweede Kamer is de discussie over het afschaffen van rijksleningen min of meer heropend. Uit een analyse van voor- en nadelen kan niet anders blijken dan dat rijksleningen de goedkoopste en meest solide financiering zijn voor sociale huurwoningen, gelet ook op de kosten/opbrengstenstructuur in de volkshuisvesting. De kans lijkt echter niet groot dat de ideologisch-economisch onderbouwde, maar primair toch politieke beslissing tot afschaffing van rijksleningen nog wordt teruggedraaid. Daarom zijn inmiddels gesprekken op gang gekomen tussen de betrokken partijen om de kostenverhoging, die zonder twijfel zal optreden, zoveel mogelijk te beperken. Het beperkte eigen vermogen en de verwachte vraag- en aanbodverhouding op de (onderhandse) kapitaalmarkt zorgen voor een klein speelveld.

Als de zeer intensieve overheidsbemoeyenis met de financiering van de volkshuisvesting in de komende jaren wordt gereduceerd, zijn nieuwe instrumenten en randvoorwaarden nodig om corporaties reële mogelijkheden op de kapitaalmarkt te bieden. Via versterking van het eigen vermogen, waarbij een consistent huur- en subsidiebeleid een essentiële voorwaarde is, kunnen zij hun positie op de kapitaalmarkt structureel verbeteren. Hoezeer dit ook gewenst en noodzakelijk is, het effect hiervan zal toch pas op lange termijn zichtbaar worden en waarschijnlijk zelfs dan nog onvoldoende zijn. Met een grotere flexibiliteit in leningvoorwaarden zijn corporaties in staat beter te anticiperen op ontwikkelingen in het aanbod op de kapitaalmarkt. Passend in een verzelfstandigingsbeleid wordt momenteel een waarborgfonds nieuwbouw, een 'publiek-private' samenwerking tussen overheid en woningcorporaties, ontwikkeld. Gelet op de vermogenspositie van woningcorporaties, zal dit fonds zich ten opzichte van financiers garant stellen voor het nakomen van rente- en aflossingsverplichtingen door woningcorporaties. Daarnaast zullen er gemeenten zijn die, de werkwijze in het verleden min of meer continuerend, gemeenteleningen en -garanties aan de in hun gebied werkzame corporaties zullen aanbieden.

A.A.J. Kluytmans