

EEN DURE LES....

Van de Vestia-affaire valt wel het een en ander te leren. Dat je je als corporatie moet beperken tot je kerntaken. Dat je het wat betreft derivaten simpel moet houden. En dat de onderlinge borging ook op lange termijn houdbaar moet zijn.

DOOR MARC EGGERMONT, ALGEMEEN DIRECTEUR STICHTING WOONBEDRIJF SWS.Hhvl

In de eerste helft van 2012 staken architecten, adviseurs, bouwers, nevenaannemers, projectontwikkelaars, opdrachtgevers, overheden, vastgoedbeleggers, toeleveranciers, consumenten en kennisinstellingen de hoofden bij elkaar om gezamenlijk te bepalen wat de sector te doen staat. Het resultaat van deze verkenning is vastgelegd in een actieagenda van het Bouwteam die nader richting moet geven aan de noodzakelijke vernieuwing van de bouwsector. Het Bouwteam publiceerde in mei 2012 het rapport 'De bouw in actie(s)! Investerings- en innovatieagenda voor de woning- en utiliteitsbouw'. Het Bouwteam bestond uit Joop van Oosten (voorzitter), Karin Laglas, Marjet Rutten, Arjan Schakenbos, Daan van der Vorm en Bert van Delden. Het rapport presenteert conclusies, actievoorstellen en routekaarten.

De conclusies hebben betrekking op structurele veranderingen in de bouwopgave. Verduurzaming, vergrijzing en toenemende verschillen in leefstijlen, arbeidsrelaties en regionale ontwikkeling vragen om nieuwe antwoorden. De bouwsector moet 'ontslakken', maar dit begrip wordt niet nader gedefinieerd. Door beperkte klantgerichtheid, fragmentatie en flinke regulering is de 'time to market' veel te lang. De bouwsector moet sterker, innovatiever en dynamischer worden. Het ondernemerschap moet ten volle worden benut. Nieuwe markten moeten worden aangeboord. Groeimarkten zijn de verduurzaming van de bestaande voorraad, ouderenhuisvesting en het middenhuurwoningsegment. De regelgeving moet voldoende flexibel zijn en ruimte bieden aan veranderende voorkeuren en functies. Een grotere interactie tussen kennisinstellingen en bouwbedrijven is onmisbaar. Financiering van vastgoed en gebiedsontwikkeling vraagt om nieuwe arrangementen. Tenslotte moet het imago van de sector worden verbeterd. Dat vergt vooral integriteit en betrouwbaarheid.

Deze conclusies zijn niet gebaseerd op een kwantitatieve analyse of op diepgravend onderzoek. De conclusies geven aan wat de leden van het Bouwteam 'vinden'.

Vestia houdt de gemoederen in de corporatiewereld en ver daarbuiten al bijna een jaar bezig. En met een parlementaire enquête in zicht, zal dat ook nog wel even duren. Intussen kleurt de Vestia-affaire de reacties op de andere 'incidenten' in de sector: WSG, Laurentius, Vitaal Wonen. Dat levert een inktzwart beeld op.

Maar welke lessen leert de corporatiesector hier zelf uit? Financiële deskundigheid lijkt ruimschoots aanwezig. Bij de extern toezichthouder CFV en bij het waarborgfonds WSW. In de corporaties zelf bij financieel bestuurders, treasurers, controllers en commissarissen. En natuurlijk bij de, vaak in de sector gespecialiseerde, externe accountants. Als incidenten echter symptomatisch worden, moet de vraag gesteld worden hoe de financiële deskundigheid effectiever kan worden ingezet om problemen te voorkomen of, als ze zich desondanks voordoen, sneller zichtbaar te maken. Deze vraag kwam aan de orde tijdens de studiedag Financieel Beleid Woningcorporaties, dat op 26 september door Seminars op Maat gehouden werd. De dag werd geopend met een gesprek tussen Gerard Erents, de interim bestuursvoorzitter van Vestia, en ondergetekende als mede-opsteller van het Aedes rapport 'Toezicht met Bite'. Gespreksleider en derde RA op het podium, was Ben Spelbos, oud-partner bij PWC en betrokken bij de regelgeving voor financiële verslaggeving door woningcorporaties. Dit artikel is gebaseerd op dat gesprek.

Bij Vestia ging het vooral fout doordat de interne 'checks and balances' ontbraken. Erents: 'Interne beheersing en governance zijn in het algemeen het zwakst aan de top van een organisatie. Het bestuur van Vestia had daarbij verzuimd om zijn eigen tegenkracht te organiseren'. Daar kwam bij dat het met die derivaten ook erg ingewikkeld was gemaakt.

ACHTERGROND

Commissarissen haakten na enkele minuten af, wanneer aan hen werd uitgelegd hoe ingenieus de financiële constructies in elkaar zaten. Men was bewust onbekwaam, wist dat men het niet goed begreep, maar dorst dat niet te zeggen. Het management, de directies van de lokale woonbedrijven, bestond uit prima vakmensen op het terrein van volkshuisvesting. Maar ook zij hadden niet de deskundigheid om de treasury van Vestia te doorzien. Zij moesten volstaan met de wetenschap dat er onbeperkt vermogen beschikbaar was voor investeringen, tegen structureel lagere tarieven dan voor andere bedrijven golden. Vestia oogstte respect bij de vakpers, bij lokale en landelijke overheden en bij de collega's. Vestia kon dingen die niemand kon, loste voor het CFV het probleem van SGBB op (Erents: en als dat met die derivaten er niet tussen gekomen was, zouden ze ook WSG wel geregeld hebben) en Vestia kon alle wensen van wethouders vervullen.

Intussen bouwde men een derivatenportefeuille op met een omvang van € 24 miljard. Erents: 'Bij een bank heb je een afdeling met 15 gekwalificeerde mensen nodig om dat te beheren. Bij Vestia gebeurde dat door twee personen, de man die de contracten afsloot en een mevrouw die alles in mappen opborg. Wij hadden uiteindelijk drie maanden nodig om met een gespecialiseerd bureau het echte inzicht in de portefeuille te krijgen.'

Het bedrijfsmodel van Vestia berustte in extreme mate op de financiering. Daarmee was het bedrijf afhankelijk van een tak van sport die maar door een enkeling binnen dat bedrijf werd beoefend. De rest kon zich wel verwonderen, maar het geheim van het bedrijfsmodel niet doorgronden. Men zag geen raakvlakken met het eigen volkshuisvestelijk werk. Sprak de eigen verwondering ook niet uit. En de bestuurder liet zich ook niet op het financieel beleid aanspreken, hij koesterde de opgebouwde kennis als het geheim van het succes van Vestia.

Tenslotte speelde ook de ingewikkelde regelgeving op het terrein van financiële verslaggeving een rol. Erents: 'Fair value is een grote vervuiler in de verslaggeving van woningcorporaties. Hedge accounting kan ertoe leiden dat grote verliezen in een derivatenportefeuille kunnen worden afgedaan met een opmerking in de toelichting bij de balans. Waarna iedereen daar overheen leest, laat staan dat men kan beoordelen of een complexe portefeuille voldoet aan de voorwaarden voor een dergelijke verwerking.'

Uiteindelijk bedraagt de schade minimaal een dikke € 2 miljard. Naast een geforceerde verkoop van een deel van het bezit, het afblazen van een groot aantal investeringsprojecten en een ingrijpende sanering van het personeelsbestand, betaalt Vestia zelf € 1,5 miljard (Erents: dat is viermaal de jaarhuur van het huidige Vestia woningbezit) en draagt de rest van de sector € 700 miljoen bij. Het alternatief, een faillissement van Vestia, zou ongeveer het dubbele gekost hebben. Enorme bedragen, maar welke lessen kunnen uit deze rampzalige casus voor de toekomst worden getrokken? En welke rol spelen de aanbevelingen uit 'Toezicht met Bite' daarbij?

LEGITIMATIE IN DE KERNTAKEN

De woningcorporatie heeft als doelstelling het voorzien in de woonbehoefte van de doelgroep. De maatschappelijke prestatie bestaat uit de betaalbaarheid van het wonen, de beschikbaarheid van woningen voor de inkomensdoelgroep en de bijzondere doelgroepen en uit de kwaliteit van de woning, de leefomgeving en de dienstverlening. De kernactiviteiten bestaan uit het bouwen, verhuren en onderhouden van woningen. En soms uit het verkopen van woningen. De corporatie moet kunnen laten zien hoe haar activiteiten bijdragen aan de maatschappelijke prestatie. De onrendabele top op een nieuw gebouwde



woning is het gevolg van de bewuste keuze om ten opzichte van een belegger genoeg te nemen met een lagere huur. En de corporatie die uitblinkt door een efficiënte maatschappelijk verantwoorde bedrijfsvoering, een scherp investeringsbeleid en een uitgekiend onderhoudsbeleid, realiseert relatief hoge kasstromen, kent aan haar woningen een hoge bedrijfswaarde toe en bouwt met lage onrendabele toppen. Een goed treasurybeleid resulteert in gematigde rentelasten. Ook dat draagt bij aan goede financiële resultaten, maar dat is ondergeschikt aan de kerntaak. Als geld verdienen aan nevenactiviteiten van bijzaak tot hoofdzaak verwordt, kan het niet anders dan dat daarmee risico's in huis gehaald worden die niet met de hoofdactiviteit verband houden en op zijn best door een enkeling worden herkend en kunnen worden beheerst. Het hele systeem van de interne beheersing en governance van de woningcorporatie is gericht op de kernactiviteit. Daar ligt dus



Een van de kerntaken van een woningcorporatie is het voorzien in de woonbehoefte van de doelgroep en het onderhouden van de woningen.

(Foto Paul van Riel / Hollandse Hoogte)

ook de kracht van dat systeem. Als nevenactiviteiten relatief belangrijk worden, zal de interne beheersing eerder falen. Dan vallen de risico's buiten de competentie van bestuur en intern toezicht en zullen signalen vanuit de organisatie achterwege blijven.

Om deze redenen zou een corporatie zich moeten onthouden van activiteiten die alleen maar gerechtvaardigd kunnen worden doordat ze geld opbrengen waarmee de hoofdactiviteit wordt gesubsidieerd. Laat dat maar over aan de bedrijven die van die activiteit hun kerntaak hebben gemaakt en er hun organisatie op hebben ingericht. Dat geldt niet alleen voor financieringsactiviteiten maar ook voor commerciële projectontwikkeling. En het ondernemen van activiteiten alleen omdat niemand anders het doet (de legitimatie van woningcorporaties in de ogen van veel wethouders) is al helemaal uit den boze.

DERIVATEN: HOUD HET SIMPEL

Met simpele derivaten (plain vanilla) is niets mis. Als langlopende leningen met een vaste rentevoet niet te krijgen zijn, dan bereikt een lening met een variabele rente in combinatie met een renteswap hetzelfde resultaat. En dat is zowel binnen de corporatie naar het management en het intern toezicht, als naar de buitenwereld via de jaarrekening, prima uit te leggen.

In de praktijk blijkt het echter niet zo simpel. Corporaties (en niet alleen Vestia) worden geconfronteerd met onverwachte renteontwikkelingen die leiden tot bijstortverplichtingen en gedwongen wijziging of afkoop van lopende contracten. De parallel met de langlopende vastrentende lening wordt daar verbroken. Anderzijds leidt de uitvaardiging door het ministerie van BZK van beleidsregels die het gebruik van derivaten door corporaties tot de eenvoudigste vormen moeten

beperken, tot felle reacties waarbij vooral wordt gewaarschuwd voor de hogere financieringskosten en het extra liquiditeitsbeslag die daar het gevolg van zijn.

Dat is natuurlijk allemaal terecht, maar de vraag komt op of het de corporatiesector is die hier een vraagstuk heeft op te lossen. Als de corporaties een aanzienlijke financieringsbehoefte op lange termijn hebben, waarbij zij een groot belang hebben bij zekerheid op het niveau van de huidige lage rente, dan zou het toch vooral de financiële wereld moeten zijn die de producten ontwikkelt die daarin voorzien. Als corporaties gedwongen worden om zelf met derivaten te 'knutselen' of als de financiële wereld niets beters kan bieden dan producten met grillige effecten bij onverwachte ontwikkelingen op financiële markten, dan kan dat toch geen volkshuisvestelijk vraagstuk zijn? Dan moeten we dat probleem ook niet binnen onze corporatie halen. Of toestaan dat een collega het binnenhaalt in ons stelsel van onderlinge borging.

'We zijn gewend geraakt aan AAA, zonder ons af te vragen waar we dat aan hebben verdiend'

ZORGVULDIGE INVESTERINGSBESLISSINGEN

Het stelsel van WSW-borging, voor financiering van investeringen door corporaties, lijkt ideaal. Je vult zelf op basis van je meerjarenbegroting een vragenlijst in en krijgt op basis daarvan een borgingsruimte toebedeeld. Wanneer vervolgens investeringsverplichtingen worden aangegaan en de rekeningen moeten worden betaald, volstaan een telefoontje naar het WSW en een paar mailtjes naar de sectorbanken NWB en BNG om miljoenen aan te trekken op AAA condities.

De keerzijde van dit stelsel werd in het afgelopen jaar voor iedereen duidelijk. Weinig corporatiebestuurders realiseerden zich tot dusver dat het in hun jaarrekening vermelde obligo aan het WSW, ter grootte van 4% van de WSW-geborgde schuld, een verplichting inhoudt om dit bedrag op eerste verzoek in contanten te storten. Hetzelfde gold voor de mogelijkheid van het CFV om projectsteun te heffen tot per jaar 1% van de bruto-huursom, een heffingsmogelijkheid die nu bovendien met een wetswijziging wordt vervijfvoudigd.

Investeringsbesluiten zorgvuldig worden genomen. Met een goed gedocumenteerde en transparante afweging van de financiële consequenties, het maatschappelijk rendement en de met het project gemoeide risico's. Goede governance schrijft dat al voor, maar de onderlinge borging geeft daar nog een extra gewicht aan. Iedere nieuwe financiering van een woningcorporatie vergroot de totale schuldenlast van de sector, waarmee iedere corporatie vrijwel rechtstreeks in verbinding staat. Een schuldenlast die momenteel al meer dan € 85 miljard bedraagt. Het ligt dan ook voor de hand om in de toekomst elke borgingsaanvraag bij het WSW zorgvuldig te laten documenteren. Iedere corporatie is op grond van de Aedes governancecode verplicht om een investeringsstatuut op te stellen. Dat betekent dat het proces van besluitvorming en het kader voor besluit en toetsing eenduidig worden vastgelegd. Verwacht mag worden dat het indienen van een gedocumenteerde borgingsaanvraag daar zonder al te veel extra werk logisch uit voortvloeit.

HET BELANG VAN ONDERLINGE BORGING

Iedere corporatie is afhankelijk van de beschikbaarheid van kapitaal op zo scherp mogelijke condities. We zijn gewend geraakt aan AAA, zonder ons af te vragen waar we dat aan hebben verdiend. De betekenis

van de achtervang van de overheid op het stelsel van WSW-borging is waarschijnlijk traditioneel sterk overdreven. Dat blijkt bijvoorbeeld uit het feit dat in de oplossingen voor het Vestia debacle de overheid tot nu toe weliswaar een initiërende en faciliterende rol heeft gespeeld, maar dat op geen enkel moment sprake is geweest van een daadwerkelijke financiële bijdrage van het rijk. Omdat hier de allergrootste corporatie binnen het stelsel dreigde te failleren, kan niet anders dan worden geconcludeerd dat de achtervang van de overheid alleen betrekking heeft op de situatie waarin de totale sector ten onder gaat. Het ligt voor de hand dat rating agencies en vervolgens financiers meer gewicht toekennen aan de mechanismen die verhinderen dat een dergelijk doemscenario zich voltrekt. En die mechanismen draaien vooral om de onderlinge verantwoordelijkheid die, na de individuele corporatie, de tweede ring vormt in het WSW-stelsel van borging. Het belang van die onderlinge verwevenheid werd recentelijk aangetoond toen corporatie Stadgenoot zelfstandig een 'AA stable' kreeg van S&P voor ongeborgde (en dus niet door de staat gegarandeerde) leningen voor investeringen in niet-DAEB bezit. Deze rating werd volgens S&P vooral gegeven vanwege 'the strong institutional framework, comprising regulatory and financial support that is provided by the CFV and WSW...'. Deze tekst is overigens ontleend uit het rapport waarmee de rating werd verlengd nádat het Vestia debacle zich openbaarde.

De hoge kredietwaardigheid die aan de hele sector is toegekend, vertegenwoordigt een enorme waarde voor de collectiviteit van alle woningcorporaties. De schade die alle corporaties leiden als die status verloren gaat door toedoen van enkelen, is daarmee ook enorm. Dit plaatst de horizontale discipline waaraan in 'Toezicht met Bite' veel gewicht is toegekend in een ander daglicht. In diverse reacties is dat uitgelegd als elkaar aanspreken op onwenselijk gedrag, waarna het effect van dat aanspreken in twijfel wordt getrokken. Wanneer de onderlinge discipline echter wordt betrokken op het verlenen van toegang tot onderlinge borging, klinkt het direct heel anders. Dan wordt de disciplinerende gedelegeerd aan het borgingsinstituut dat eisen stelt aan de kwaliteit van het investeringsbeleid, de treasury en het risicomanagement van de aangesloten corporaties. En vervolgens aan de onderbouwing van financieringsaanvragen en de verantwoording die daar achteraf over wordt afgelegd.

Wil een stelsel van onderlinge borging, met of zonder achtervang van het rijk, op lange termijn houdbaar zijn, dan moet aan twee belangrijke voorwaarden zijn voldaan:

Op de eerste plaats moet onderlinge borging voor alle deelnemers resulteren in een hogere rating, met betere beschikbaarheid van financiering op gunstiger voorwaarden, dan voor de sterkste corporatie op eigen kracht bereikbaar is. Zo niet, dan zal die sterkste zich op enig moment losmaken van het stelsel en daarmee de collectiviteit verzwakken. Daarmee komt een onstuitbaar proces van afbrokkelende gezamenlijke verantwoordelijkheid op gang.

Op de tweede plaats moet van de horizontale discipline een effectief sanctionerende werking uitgaan. Zo niet dan verwordt het borgingsstelsel al snel tot een Eurozone zonder begrotingsdiscipline. En we weten wat daarvan komt... ■

SOM organiseert op 17 januari in Utrecht het seminar: Financieel Beleid voor Raad van Toezicht en Directie.

Voor meer informatie: www.seminarsopmaat.nl