

Kredietgarantie voor corporaties is goud waard

Nederlandse woningcorporaties kunnen lenen onder borging van een garantiestelsel. Hierdoor kunnen leningen goedkoop zijn en is de beschikbaarheid van kapitaal gegarandeerd. Recentelijk gaan er stemmen op om dit stelsel te hervormen omdat het zou leiden tot moreel wangedrag (Tweede Kamer, 2014). Na de zomer komt minister Blok van Wonen en Rijksdienst erop terug en volgt een richtinggevend Kamerdebat. Onderzoek naar de rentevoordelen van het garantiestelsel voor woningcorporaties wijst echter alvast uit dat de voordelen van zo'n garantiestelsel waarschijnlijk groter zijn dan de nadelen.

JACOB VEENSTRA
Onderzoeker bij
COELO en aan de
Rijksuniversiteit
Groningen

BERNARD VAN OMMEREN
Adviseur BNG Bank

Het garantiestelsel voor woningcorporaties is niet uniek. Ook de zorgsector kent bijvoorbeeld een waarborgfonds. Gemeenten kunnen zelfs helemaal niet failliet gaan, want als ze in de problemen komen, kunnen ze een aanvullende uitkering ontvangen (Allers, 2015). De heersende economische theorie (Rodden, 2006) schrijft voor dat dergelijke regelingen tot moreel wangedrag leiden, omdat de organisaties die zich verzekerd weten van steun, geen prikkel hebben om hun financiën op orde te houden. Dit zou betekenen dat er onverantwoorde risico's worden genomen. De borging zou dan om de haverklap aangesproken worden en op termijn onhoudbaar zijn. De meeste landen stellen daarom expliciete *no-bailout*-clausules in om dit gedrag tegen te gaan (desondanks worden decentrale overheden vaak gered, om politieke en maatschappelijke kosten te voorkomen). Een expliciet garantiestelsel kan echter gunstig zijn zolang het moreel wangedrag beperkt blijft. Allers (2015) stelt bijvoorbeeld dat, aangezien Nederlandse gemeenten zelden bij de rijksoverheid om hulp aankloppen, het niet ondenkbaar is

dat de voordelen (lagere rentelasten en beschikbaarheid van kapitaal) van een garantiestelsel de nadelen ervan (wanbetaling, ondoelmatigheid) overtreffen. Vooral voor woningcorporaties is de vraag actueel of de garantieregeling al dan niet gunstig is. Om daar meer zicht op te krijgen is hier onderzoek naar gedaan (Veenstra en Van Ommeren, 2015).

HET GARANTIESTELSEL

Een corporatielening komt in aanmerking voor borging als deze is bedoeld om er diensten van algemeen economisch belang (DAEB) uit te bekostigen, zoals de bouw van sociale huurwoningen. Ook dient een corporatie een positieve beoordeling van het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) te hebben ontvangen voor wat betreft haar borgbaarheid. Bovendien zijn korte leningen (met een looptijd van maximaal twee jaar) per definitie ongeborgd.

Het garantiestelsel bestaat uit drie niveaus. Ten eerste kan het Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV) saneringssteun verstrekken, mocht een corporatie in de problemen komen. Deze steun wordt gefinancierd door middel van een saneringsheffing voor alle overige corporaties. Als dit niet afdoende is, kan de kredietverschaffer (de bank) bij het WSW aan de bel trekken. Het WSW beschikt over een financiële reserve die aangesproken kan worden, en als deze tekortschiet kan het corporaties verplichten om een zogeheten obligo-contributie te betalen. Eind 2011 bedroeg het totale garantievermogen van het WSW 3,7 miljard euro (WSW, 2012).

Deze eerste twee niveaus komen dus neer op een onderlinge steun tussen corporaties. Mocht dit nog steeds niet toereikend zijn, dan springt de overheid bij door renteloze leningen te verstrekken aan het WSW.

Volgens De Jong (2013) heeft de complexiteit van het stelsel ertoe geleid dat alle betrokken partijen (de corporaties zelf, de banken, het CFV en WSW, de overheid) een afwachtende houding aannemen als het gaat om het monitoren van corporaties. Dit zou leiden tot overmatige risico's voor de sector. Echter, tot nu toe is alleen het eerste

niveau van het garantiestelsel ooit aangesproken. Het lijkt er dus op dat voor corporaties, net als voor gemeenten, de problemen rond wangedrag meevallen en de beeldvorming bepaald wordt door de incidenten. Een belangrijke vraag is wat het effect van borging op de rentelasten is.

THEORIE EN HYPOTHESEN

Als een debiteur een lening afsluit en met zekerheid aan de betalingsverplichtingen kan voldoen, zal de bank tevreden zijn met de risicovrije rente. Als er echter een kans bestaat dat een debiteur zijn verplichtingen niet na kan komen, zal de bank een opslag bovenop de risicovrije rentevoet eisen. In dit geval is het verwachte rendement voor de bank op lening i van debiteur j :

$$R_{i,j}^{exp} = (1 - P(X_j)) R_{i,j} + \tau_{i,j} P(X_j) R_{i,j} - P(X_j) c \quad (1)$$

Waarbij $P(X_j)$ de kans is dat de debiteur verzuimt terug te betalen, en X_j een set variabelen die deze kans beïnvloedt, zoals de financiële positie van de debiteur. $R_{i,j}$ is het rendement op lening i ($R_{i,j} = 1 + r_{i,j}$, waarbij $r_{i,j}$ de couponrente is). Verder is $\tau_{i,j}$ een borgingsvariabele die aangeeft welk aandeel van het rendement de crediteur terugkrijgt bij wanbetaling. c ten slotte omvat alle extra kosten die de bank maakt als het garantiestelsel aan wordt gesproken. Het kan bijvoorbeeld zijn dat de bank juridische kosten moet maken om haar geld terug te krijgen of dat de uiteindelijke betaling met vertraging plaatsvindt.

Onder risico-neutraliteit zal het verwachte rendement dat de bank ontvangt minimaal gelijk moeten zijn aan de risicovrije rente:

$$R_{i,j}^{exp} \geq R^f \quad (2)$$

Als vergelijking (1) wordt gesubstitueerd in (2) en opgelost voor $R_{i,j}$, kan het minimaal benodigde rendement op een lening worden gevonden:

$$R_{i,j} \geq \frac{R^f + P(X_j) c}{1 - (1 - \tau_{i,j}) P(X_j)} \quad (3)$$

Voor een ongeborgde lening ($\tau_{i,j} = 0$), is het minimale rendement:

$$R_{i,j} \geq \frac{R^f + P(X_j) c}{1 - P(X_j)} \quad (4a)$$

Voor een geborgde lening ($\tau_{i,j} = 1$), geldt:

$$R_{i,j} \geq R^f + P(X_j) c \quad (4b)$$

$R_{i,j}$ is lager in vergelijking (4b) dan in (4a), omdat $[1 - P(X_j)]$ tussen 0 en 1 ligt. De verwachting is dus dat de rente voor geborgde leningen lager is dan voor ongeborgde. Ook mag men veronderstellen dat de rente voor ongeborgde leningen afhangt van het risicoprofiel van de debiteur (X_j): de bank zal wellicht een hogere rente vragen van een debiteur met een zwakke financiële positie. Bij een geborgde lening

Het ontwerp van de borging

KADER 1

In theorie zouden corporaties voor perfect geborgde leningen (niet meer dan) de risicovrije rente moeten betalen. Het verschil tussen de couponrente op geborgde corporatieleningen en de referentierente is echter zo'n zeven basispunten (significant op eenprocentsniveau). Dit verschil zou veroorzaakt kunnen worden doordat de bank een premie vraagt voor mogelijke extra kosten in geval van wanbetaling (c is in dit geval groter dan 0 in vergelijking (4b)). Dit is het geval als de bank bij wanbetaling extra (niet terug te vorderen) kosten maakt. Dergelijke kosten zijn alleen relevant als de bank inderdaad betrokken is bij dit proces. Dit is wel het geval bij corporaties, maar niet bij gemeenten, omdat voor gemeenten de volledige financiële positie wordt geborgd. De borging voor gemeenten vereist geen enkele actie van de bank. Dit zou aanleiding kunnen zijn om van corporaties een hogere rente voor geborgde leningen te vragen dan van gemeenten. Om dit te testen, schatten we de volgende regressievergelijking:

$$r_{i,j,t}^{spread} = \delta L_{i,j,t} + \theta \text{corporatiedummy}_{i,j,t} + \varepsilon_{i,j,t}$$

$$r_{i,j,t}^{spread} = r_{i,j,t}^{corp} - r_{i,j,t}^{ref} \quad \text{of} \quad r_{i,j,t}^{spread} = r_{i,j,t}^{gem} - r_{i,j,t}^{ref}$$

Resultaten tonen aan dat θ in geen enkel geval significant is. Dit betekent dus dat de kredietverstrekker het stelsel voor corporaties (waarbij individuele leningen worden geborgd) als gelijkwaardig waardeert aan het stelsel voor gemeenten (die geheel geborgd zijn).

Het is niet geheel duidelijk waarom de rente op geborgde leningen de referentierente overstijgt. Merk op dat de rechterkant van vergelijking (4b) het minimaal benodigde rendement weergeeft. Het daadwerkelijke rendement (linkerkant van vergelijking van (4b)) kan dit overstijgen, bijvoorbeeld als corporaties niet scherp onderhandelden. Het zou ook kunnen dat BNG Bank een competitief voordeel heeft ten opzichte van andere banken waardoor deze geen gelijkwaardig aanbod kunnen doen. Nader onderzoek is nodig om daar uitsluitsel over te geven.

is de financiële positie alleen relevant als c positief is, en dan heeft de bank minder reden om debiteuren te monitoren.

Bovenstaande redenering leidt tot twee hypothesen. Hypothese 1: ongeborgde leningen kennen hogere rentes dan geborgde leningen. Hypothese 2: de rente voor ongeborgde leningen wordt beïnvloed door de financiële positie van de corporatie en dit effect is voor geborgde leningen minder sterk.

DATA EN ONDERZOEKSOPZET

Er wordt gebruikgemaakt van microdata op leningniveau verstrekt door BNG Bank (Bank Nederlandse Gemeenten), de grootste publieke-sectorbank in Nederland. Sectorbanken zijn gespecialiseerd in het verstrekken van leningen binnen het garantiestelsel tegen de laagste renten. Zo dragen zij bij aan het betaalbaar houden van maatschappelijke voorzieningen. Voor woningcorporaties had BNG Bank een marktaandeel van circa vijftig procent in 2012. De dataset bevat 2796 leningen verstrekt tussen 2001 en 2013. Deze leningen omvatten 52 procent van alle corporatieleningen (oftewel 87 procent van het bedrag) verstrekt door de BNG Bank. De overige leningen zijn niet meegenomen omdat hiervoor geen accurate referentierentes beschikbaar zijn. Verder wordt er gebruikgemaakt van data van corporatiekenmerken, verkregen via het CFV.

Om te controleren voor dagelijkse rentefluctuaties,

wordt de couponrente van elke lening gerelateerd aan een door BNG Bank gehanteerde risicovrije referentierente. Deze referentierente geeft aan welke rente BNG Bank voor een bepaalde lening minimaal nodig heeft om rendabel te zijn. Referentierentes zijn beschikbaar voor verschillende typen leningen, verschillende looptijden en op dagelijkse basis. De volgende vergelijking wordt geschat:

$$r_{i,j,t}^{spread} = \alpha + \beta\tau_{i,j,t} + \gamma X_{j,t} + \delta L_{i,j,t} + jaar_t + \mu_j + \varepsilon_{i,j,t} \quad (5a)$$

Waar $r_{i,j,t}^{spread}$ het verschil (*spread*) is tussen de couponrente op een corporatielening en de referentierente:

$$r_{i,j,t}^{spread} = r_{i,j,t}^{corp} - r_{i,j,t}^{ref} \quad (5b)$$

Verder is $\tau_{i,j,t}$ een dummyvariabele die 1 is voor een geborgde lening (en 0 voor een ongeborgde lening), $X_{j,t}$ zijn corporatiekenmerken, zoals de hoogte van de schuld, $L_{i,j,t}$ zijn leningkenmerken zoals de hoofdsom, $jaar_t$ is een jaardummy, μ_j is een vast effect op het niveau van corporaties en $\varepsilon_{i,j,t}$ is de foutterm. i is de lening-index, j de corporatie-index en t de tijdsindex.

Data van corporatiekenmerken zijn beschikbaar op jaarlijkse basis, data op leningniveau op dagelijkse basis. Deze groepen van gegevens zijn gekoppeld onder de aanname dat, bij het verstrekken van een lening in de eerste helft van een bepaald jaar, de bank terug moet vallen op corporatiegegevens van het vorige jaar. Een lening in de tweede helft van het jaar wordt gekoppeld aan corporatiegegevens van het jaar zelf.

HET EFFECT VAN BORGING OP DE RENTELASTEN

Tabel 1 toont de resultaten van regressievergelijking (5). De dummy die aangeeft of een lening geborgd is, is significant in de regressies (1) en (2). Een geborgde lening leidt tot een rentevoordeel van 80 tot 85 basispunten, oftewel van ongeveer vier vijfde procentpunt.

Merk op dat bijna alle ongeborgde leningen korte leningen zijn. Men zou daarom kunnen aanvoeren dat deze leningen niet vanwege het feit dat ze ongeborgd zijn een

hogere rentespread hebben, maar vanwege de korte looptijd. Het effect van borging is daarmee niet perfect te isoleren, omdat het correleert met het type lening. Er is echter geen enkel principieel verschil tussen leningen met een looptijd van onder de twee jaar en die erboven. In regressie (2) is dit probleem niet aan de orde omdat deze alleen aflossingsvrije leningen bevat. Deze categorie bevat echter slechts drie ongeborgde leningen, zodat hieraan geen harde conclusies verbonden kunnen worden. Niettemin kan in combinatie met de resultaten voor regressie (1) geconcludeerd worden dat borging inderdaad leidt tot een daling in rente. Hypothese 1 kan dus niet verworpen worden. Ook betekent dit dat het feit dat korte leningen niet geborgd zijn geloofwaardig is. Het is dus niet zo dat de bank gelooft dat ook voor deze leningen wel een oplossing wordt gevonden als de nood aan de man komt.

De resultaten tonen verder aan dat voor geborgde leningen corporatiekenmerken inderdaad geen significante impact hebben op de rente (regressies (2)–(4) in tabel 1), waar dit wel geldt voor ongeborgde leningen (zie regressie (5)). Hypothese 2 kan daarmee niet worden verworpen. Een kanttekening dient geplaatst te worden bij het positieve effect dat het volkshuisvestelijk vermogen heeft op de rente in regressie (5). Hier was er juist een negatief verband verwacht, aangezien een hoger eigen vermogen een betere financiële positie aangeeft. Merk verder op dat de rente op geborgde leningen boven de risicovrije rente ligt. Kader 1 laat zien dat het niet komt door hoge kosten bij aanspraak van het garantiestelsel, dus door een hoge c . Onduidelijk is waardoor dan wel.

De financiële impact van de borging kan ruw geschat worden. Corporaties hadden in 2012 in totaal 87,4 miljard euro aan geborgde schuld op de balans staan (WSW, 2012). Volgens regressie (1) zou over deze schuld jaarlijks een extra rente van 0,80 procent verschuldigd zijn als deze niet geborgd was. De baten van het garantiestelsel komen daarmee neer op 700 miljoen euro (87,4 miljard maal 0,8 procent) aan bespaarde rente.

De kosten van het garantiestelsel zijn niet volledig meetbaar. Wel is bekend dat het Centraal Fonds Volks-

Effect van borging op rente¹

TABEL 1

	(1) Alle leningen	(2) Aflossingsvrije leningen	(3) Annuitaire leningen	(4) Lineaire leningen	(5) Korte leningen
Bedrijfswaarde per woning	-0,0001	0,0022	-0,0013	-0,0006	-0,0435***
Langlopende schuld per woning	0,0007	-0,0018	-0,0019	-0,0011	0,0164***
Volkshuisvestelijk vermogen per woning	0,0041	0,0004	0,0033	-0,0008	0,0479***
Volkshuisvestelijk vermogen per woning over vijf jaar	-0,0024	0,0023	0,0019	0,0044	-0,0364***
Netto operationele kasstroom per woning	-0,0094	0,0014	0,0004	-0,0016	0,0542
Aantal woningen	-0,0019	-0,0006	-0,0003	0,0161	0,0276***
Dummy geborgde lening	-0,8046***	-0,8586***			
Aantal leningen	2796	810	486	209	1264
Geborgd	1502	807	486	209	0
Ongeborgd	1294	3	0	0	1264
R ²	0,6607	0,7638	0,8821	0,8928	0,6838

*** Significant op eenprocentniveau

¹ Niet vermeld in de tabel maar wel opgenomen in de analyse zijn standaardfouten geclusterd op corporatieniveau, jaardummy's, vaste effecten, controlevariabelen en constanten

Bron: Veenstra en Van Ommeren, 2015

huisvesting tussen 31 december 1990 en 2012 aan twintig verschillende corporaties saneringssteun heeft uitgekeerd. Hiermee was in totaal 1,3 miljard euro (oftewel 1,5 miljard, uitgedrukt in euro's van 2012) gemoeid (CFV, 2012; eigen berekening). Het hoogste steunbedrag was bijna 675 miljoen euro voor Vestia. Onder de aannahme dat saneringssteun niet nodig was geweest zonder het garantiestelsel kan dit bedrag als kostenpost worden aangevoerd. De kosten per jaar bedragen daarmee zo'n 70 miljoen euro (1,5 miljard gedeeld door 22 jaar), ruim minder dan de jaarlijkse baten van 700 miljoen.

Het garantiestelsel brengt wellicht ook indirecte kosten met zich mee. Het kan bijvoorbeeld zijn dat het de doelmatigheid van corporaties negatief beïnvloedt. Met andere woorden: wangedrag hoeft niet altijd tot wanbetaling te leiden. Zo kende Woonbron aanzienlijke verliezen op investeringen in de SS Rotterdam, maar komt de corporatie niet voor op de lijst met saneringscorporaties. De hoogte van deze kosten zijn niet meetbaar, omdat alle corporaties onder het garantiestelsel vallen. Wel is nu duidelijk dat deze kosten zo'n 630 miljoen euro (700 miljoen minus 70 miljoen) mogen bedragen voordat kan worden geconcludeerd dat het garantiestelsel onwenselijk wordt. Dit komt ongeveer overeen met vijf procent van de totale lasten.

Ten slotte brengt de inrichting van het garantiestelsel ook uitvoeringskosten met zich mee. Het CFV en WSW steken bijvoorbeeld tijd en energie in het monitoren van corporaties. Aan de andere kant zijn de kredietverstrekkers juist gevrijwaard van deze taken. Het is echter niet meetbaar in welk geval de monitoringskosten het laagst zouden zijn.

GEVOELIGHEIDSANALYSE

De robuustheid van de resultaten is op meerdere manieren gecontroleerd. Ten eerste is als afhankelijke variabele niet alleen het verschil maar ook de verhouding tussen de couponrente en de referentierente genomen. Ten tweede zijn leningen met incurante looptijden (die in de hoofdanalyse zijn weggelaten) meegenomen, verkregen door middel van lineaire interpolatie. Als derde is de analyse herhaald zonder de standaardfouten te clusteren. Bij een ongebalanceerde dataset kan clusteren namelijk leiden tot een neerwaartse onzuiverheid in de standaardfouten (Rogers, 1993; Nichols en Schaffer, 2007). Ten vierde is de methode van koppeling van corporatie- en leninggegevens veranderd, door aan te nemen dat de corporatiegegevens met een jaar vertraging bekend worden bij de bank. Ten vijfde en tot slot zijn alle leningen voor het begin van de economische crisis verwijderd. Zipfel en Zimmer (2013) veronderstellen dat monitoring door kredietverstrekkers mogelijk is versterkt sinds de val van Lehman Brothers op 15 september 2008. Het zou daarom kunnen dat BNG Bank geborgde leningen vóór deze datum niet monitorde, maar na die tijd wel. De gevoeligheidsanalyse leidt echter op geen van de vijf robuustheidschecks tot andere conclusies.

CONCLUSIE

De Nederlandse publieke sector staat bekend om zijn expliciete garanties en de sectorbanken die deze gegarandeerde leningen verstrekken. Zo kunnen woningcorporaties wat betreft langlopende leningen in aanmerking komen voor

borging. Het idee achter dit stelsel is dat de borging tot lagere rentelasten en betere beschikbaarheid van kapitaal voor noodzakelijke maatschappelijke investeringen zou leiden.

Uit onderzoek op basis van leningen verstrekt door BNG Bank blijkt dat de rente op geborgde leningen inderdaad significant lager is dan op ongeborgde leningen. Het verschil bedraagt zo'n tachtig basispunten, wat neerkomt op een jaarlijks rentevoordeel van ruwweg 700 miljoen euro voor de corporatiesector als geheel. Als men dit vergelijkt met de saneringssteun door het CFV (1,5 miljard euro in 22 jaar), lijkt het waarschijnlijk dat het garantiestelsel per saldo gunstig is. Alleen als het stelsel zou leiden tot bijvoorbeeld zeer hoge operationele ondoelmatigheid, kan de balans naar de andere kant doorslaan.

Ook blijkt dat de rente op geborgde leningen niet afhangt van de financiële positie van corporaties. Voor ongeborgde leningen beïnvloedt de financiële positie de rente wel. Dit impliceert dat BNG Bank tussen 2001 en 2013 corporaties alleen monitorde wanneer ze ongeborgde leningen verstrekten. De borging is dus geloofwaardig.

Wel ligt de rente die corporaties betalen op geborgde leningen iets hoger dan de risicovrije referentierente. Een mogelijke verklaring is dat de kredietverstrekker niet alle kosten terug kan vorderen in geval van wanbetaling, en hiervoor een premie vraagt. Echter, dergelijke kosten zouden voor corporaties wel relevant zijn, maar niet voor gemeenten omdat die onder een garantiestelsel vallen dat geen actie van kredietverstrekkers vereist. Aangezien de resultaten uitwijzen dat corporaties niet meer rente betalen dan gemeenten, lijkt deze redenering niet op te gaan. Het garantiestelsel voor corporaties blijkt voor kredietverstrekkers gelijkwaardig aan dat voor gemeenten.

Het huidige garantiestelsel heeft de sector veel profijt gebracht. De overheid beoogt met hervormingen van het garantiestelsel de risico's op aanspraken op het waarborgfonds af te bouwen. Dat kan de corporatiesector honderden miljoenen aan extra rente kosten.

LITERATUUR

- Allers, M.A. (2015) The Dutch local government bailout puzzle. *Public Administration*, 93(2), 451–470.
- CFV (2012) *Zicht door financiële risicoanalyses en interventie. Jaarverslag 2012*. Baarn: CFV.
- Jong, R. de (2013) *De balans verstoord. Een rapport over de corporatiesector ten behoeve van de Parlementaire Enquête Woningcorporaties*. Den Haag: Aedes.
- Nichols, A. en M.E. Schaffer (2007) *Clustered errors in Stata*. United Kingdom Stata users' group meetings, juli.
- Rodden, J. (2006) *Hamilton's paradox. The promise and peril of fiscal federalism*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Rogers, W.H. (1993) Regression standard errors in clustered samples. *Stata Technical Bulletin*, 13, 19–23.
- Tweede Kamer (2014) *Parlementaire enquête woningcorporaties – hoofdrapport*. 33 606 (4).
- Veenstra, J. en B.J.F. van Ommeren (2015) Interest spreads and bailout clauses for housing corporations: the Dutch experience. Te verschijnen werkdokument.
- WSW (2012) *Hoeder van de borg. Jaarverslag 2012 – liquiditeitsprognose 2013–2017*. Hilversum: Waarborgfonds Sociale Woningbouw.
- Zipfel, F. en J. Zimmer (2013) Länder bonds: what drives the spreads between federal bonds and Länder bonds? *Deutsche Bank Research, Current Issues*, december.