



Geacht bestuur,

Met deze brief informeren Autoriteit woningcorporaties (Aw) en Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) u over de door Aw en WSW herijkte financiële grenswaarden. De nieuwe systematiek voor de bepaling van de beleidswaarde maakt herijking van de grenswaarden nodig. Met de beleidswaarde wordt de waardering van het vastgoed inclusief de beleidskeuzes van woningcorporaties weergegeven. De hoogte van de beleidswaarde is van belang voor de financiële sturing en financiering van uw woningcorporatie en geeft inzicht in de impact van beleidsmatige keuzes. Wij hebben er vertrouwen in dat de nieuwe systematiek voor de bepaling van de beleidswaarde leidt tot meer stabiliteit in de hoogte van de beleidswaarde. Een hieruit voortvloeiende stabielere financiële positie is belangrijk voor het maken van beleidskeuzes.

Hierna leest u de aanpak van het bepalen van de nieuwe grenswaarden en vervolgens de conclusies die Aw en WSW hebben getrokken op basis van de uitkomsten van het onderzoek. In de bijlage vindt u een onderbouwing van de grenswaarden en een toelichting op het effect van de gewijzigde beleidswaarde. Voor een uitgebreidere toelichting op de rekenkundige en methodische aanpak van de beleidswaardebepaling en de risicoanalyse verwijzen wij naar het bijgevoegd rapport van Ortec Finance (Ortec).

Aanpak bepalen nieuwe grenswaarde

Begin 2024 is in het '[Handboek waarderen marktwaarde](#)' een nieuwe systematiek gepubliceerd voor de bepaling van de beleidswaarde. Dit is de uitkomst van het [doorlopen evaluatieproces](#) van de beleidswaarde waarin [een aantal verbetervoorstellen ten aanzien van de beleidswaarde](#) is verwerkt. De Aw en WSW hebben Ortec gevraagd om de hieruit voortvloeiende herijking van de grenswaarden voor de ratio's rekenkundig en met risicoanalyses te ondersteunen. Ortec onderzocht de impact van macro-economische risico's op de financiële positie van corporaties. Macro-economische risico's zijn het meest van belang om in de grenswaarden te worden ondervangen, omdat corporaties hier geen directe invloed op hebben. Wij achten daarbij het markt- en het operationeel risico minder materieel, zeker in de DAEB tak. De aangepaste grenswaarden hebben een objectieve onderbouwing, doordat deze voor een belangrijk deel zijn gebaseerd op deze macro-economische analyse. Als input voor de analyse gebruikte Ortec de verantwoordings- en begrotingsinformatie uit de dPi23¹ en dVi22.

Als eerste stap zijn de gewijzigde uitgangspunten gebruikt om de 'nieuwe' beleidswaarde en vervolgens de (nieuwe) financiële positie per corporatie vast te stellen op basis van de prognose-informatie. Daarna heeft Ortec macro-economische stress scenario's met daarbij geformuleerde bijsturing op activiteiten voor de prognoseperiode doorgerekend, om de hierbij 'benodigde' buffers te kunnen bepalen. De analyses geven inzicht in de benodigde buffers om deze risico's op te vangen, rekening houdend met bijsturing. De ijking van de grenswaarden voor de niet-DAEB tak is iets globaler uitgevoerd, aangezien nog veel niet-DAEB takken een bescheiden vastgoedportefeuille hebben. Op basis van met name de 'benodigde buffers' hebben de Aw en WSW de grenswaarden voor de Solvabiliteit en LTV aangepast.

¹ Voor deze analyse zijn de macro-economische parameters van alle corporaties op een lijn gebracht.



Nader onderzoek niet-DAEB ICR

Komende tijd voeren Aw en WSW een nader onderzoek uit voor de niet-DAEB ICR grenswaarde. Op basis van de analyse van de 'benodigde buffer' voor macro economische risico's lijkt een neerwaartse bijstelling mogelijk. Juist in de niet-DAEB tak spelen daarnaast markt- en operationele risico's mogelijk een belangrijkere rol. In het nader onderzoek willen Aw en WSW specifiek voor de niet-DAEB ICR nagaan of er nog aanpassing nodig is voor deze grenswaarde. Over de uitkomsten van dit onderzoek en het al dan niet handhaven of aanpassen van de huidige niet-DAEB ICR grenswaarde verwachten wij u in het 4^e kwartaal te informeren.

Conclusies

De Aw en WSW hebben op basis van het onderzoek van Ortec² de grenswaarden voor de Solvabiliteit en LTV aangepast. De grenswaarden voor DAEB, niet-DAEB en enkelvoudig/geconsolideerd³ worden respectievelijk 30% (Solvabiliteit) en 70% (LTV). De overige grenswaarden voor de financiële ratio's blijven ongewijzigd. Tabel 1 toont de grenswaarden, in de bijlage worden de wijzigingen nader toegelicht. De 'verbeterde' beleidswaarde en de aangepaste grenswaarden zijn van toepassing vanaf de prognose-informatie (dPi) 2024 die in december 2024 door de corporaties wordt aangeleverd.

Tabel 1: conclusies onderzoek

Ratio's	DAEB	Niet-DAEB	Enkelvoudig/ geconsolideerd
ICR	1,4	1,8	1,4
LTV	70% (was 85%)	70% (was 75%)	70% (was 85%)
Solvabiliteit	30% (was 15%)	30% (was 40%)	30% (was 15%)
Dekkingsratio	70%	70%	70%
Onderpandratio (WSW)	n.v.t.	n.v.t.	70%

Beperkt effect op de leencapaciteit van corporaties

De financiële ruimte voor de corporatiesector verandert niet wezenlijk door de aanpassingen van de beleidswaarde en de grenswaarden. De leencapaciteit op basis van LTV is voor de totale sector ruimer. Wel kan er voor individuele corporaties en op regionaal niveau een verschuiving in vermogenspositie zijn. Vooral corporaties die nu een relatief lage disconteringsvoet hebben, zullen zien dat hun beleidswaarde zich meer naar het landelijk gemiddelde beweegt en de investeringsruimte op basis van de LTV hierdoor kleiner is. Echter de kengetallen gebaseerd op de vermogenspositie zijn op dit moment voor het merendeel van de corporaties niet de meest knellende/beperkende grenswaarde. Dat is voor veel corporaties de grenswaarde voor de Interest Coverage Ratio (ICR). Hierdoor is het effect op de daadwerkelijke leencapaciteit van corporaties naar verwachting gering.

² Ortec Finance 'Buffers voor macro-economische risico's', mei 2024.

³ Enkelvoudig heeft betrekking op de Toegelaten Instelling (TI) als geheel en geconsolideerd betreft de TI inclusief de groepsmaatschappijen.



Tot slot

We verwachten met de herijkte grenswaarden een passende en robuuste onderbouwing te hebben voor een solide financieel kader. Doordat de grenswaarden voor een belangrijk deel zijn gebaseerd op de macro-economische analyse is de onderbouwing transparanter en zijn de buffers geënt op de meest herkenbare risico's die wij bij corporaties terugzien. Hierbij vertrouwen wij erop dat de nieuwe beleidswaarde met de herijkte grenswaarden de voorspelbaarheid en stabiliteit van de vermogenspositie vergroot en de mogelijkheid voor het aantrekken van (geborgde) financiering goed faciliteert. Dat neemt niet weg dat we zullen blijven monitoren of de grenswaarden op termijn nog steeds volstaan.

Wij verwachten u met deze brief, de toelichting en het rapport, voldoende te informeren. Heeft u vragen of wilt u toelichting? Dan kunt u zich richten tot uw toezichthouder en/of accountmanager.

Met vriendelijke groet,

drs. A.L.J. Hugens MBA
DIRECTEUR AUTORITEIT
WONINGCORPORATIES

mr. L.J. van Kalsbeek
BESTUURDER WAARBORGFONDS
SOCIALE WONINGBOUW

Bijlage: Toelichting op de grenswaarden en effect van de gewijzigde beleidswaarde



Toelichting op de nieuwe grenswaarden voor financiële ratio's

Aw en WSW hebben de hierna opgenomen herijkte grenswaarden bepaald.

Ratio's	DAEB	Niet-DAEB	Enkelvoudig/ geconsolideerd
ICR	1,4	1,8	1,4
LTV	70% (was 85%)	70% (was 75%)	70% (was 85%)
Solvabiliteit	30% (was 15%)	30% (was 40%)	30% (was 15%)
Dekkingsratio	70%	70%	70%
Onderpandratio (WSW)	n.v.t.	n.v.t.	70%

Hierna leest u een toelichting hoe de grenswaarden zijn bepaald, uitgaande van de buffers volgens de analyse.

DAEB en enkelvoudig/geconsolideerd

LTV en solvabiliteit

Uit de onderliggende analyse blijkt dat een LTV-buffer van circa 30% (dus 70% maximale LTV waarde) en een solvabiliteit-buffer van circa 30% toereikend zijn voor het opvangen van macro-economische risico's, in combinatie met de bijsturingmogelijkheden. Daarnaast dient ook rekening te worden gehouden met overige risico's zoals operationele en governance risico's binnen de corporatie. Dit is lastig om sectorbreed te kwantificeren vanwege de corporatie specifieke aard van deze risico's. Daarbij wegen we ook mee dat we met meerdere financiële ratio's werken in een totale set. De solvabiliteit en LTV hebben meer een functie om de middellange termijn goed in beeld te brengen. Voor operationele risico's is in de ICR-normering al ruimte opgenomen. Daarnaast kent ook de discontovoet een risico-opslag. Gezien de gekozen zekerheidseis, in combinatie met de bijsturingmogelijkheden is een voldoende stevige bodem gelegd, waardoor wij een aanvullende buffer voor operationele- en marktrisico's in de DAEB tak voor LTV en solvabiliteit niet nodig achten.

Naar ons oordeel is een buffer van 30% voor de solvabiliteit en LTV toereikend. Hiermee komt de grenswaarde van de LTV uit op 70%. Omdat in de DAEB tak de vastgoedexploitatie hoofdzakelijk leidend is voor de balans hanteren we dezelfde uitgangspunten voor de grenswaarde van de solvabiliteit. De grenswaarde voor de solvabiliteit wordt daarmee 30%. Eveneens houden we in stand dat de grenswaarden voor DAEB tak en enkelvoudig/geconsolideerd gelijk blijven.

ICR, dekkingsratio en onderpandratio

Deze ratio's worden in principe niet geraakt door de beleidswaarde. Toch vonden we het relevant en passend om de volledige set aan ratio's te challengen in het onderzoek, zodat aan de gehele set van financiële ratio's een integrale onderbouwing ligt.

De analyse toont aan dat de huidige buffers (grenswaarden) voor ICR en dekkingsratio toereikend zijn. In de ICR komt de opslag voor operationele en governance risico's tot uitdrukking. Op basis van dat inzicht achten we de grenswaarden van de ICR en dekkingsratio nog steeds passend en zien we geen aanleiding die aan te passen. Dit geldt eveneens voor de onderpandratio van WSW die inhoudelijk een sterke relatie (eveneens marktwaarde leningen / marktwaarde vastgoed) kent met de dekkingsratio en daarmee een zelfde macro-economische gevoeligheid.



Niet-DAEB

Voor het bepalen van de grenswaarden voor de niet-DAEB tak is een aantal aanvullende uitgangspunten gehanteerd:

- De toegelaten instelling (met een DAEB- en niet-DAEB tak) is één juridische entiteit. Niet-DAEB tak staat ten dienste van DAEB tak. Risico's zoals aanspraken vanwege rente- en aflossingsverplichtingen vanuit de niet-DAEB tak mogen niet terugslaan op de DAEB tak.
- De markt- en operationele risico's zijn bij niet-DAEB tak mogelijk groter dan bij DAEB tak.
- De niet-DAEB tak mag geen staatsteun krijgen (geborgde financiering). Het ontbreken van de borg maakt dat de financieringsvoorwaarden (bijvoorbeeld normen voor ICR, DSCR, LTV) voor commerciële financiering richtinggevend zijn, zonder rekening te houden met de terugval op de juridische entiteit (dus de DAEB tak).

LTV en solvabiliteit

We hanteren nu voor niet-DAEB tak voor de LTV en solvabiliteit strengere normen. Op basis van de macro-economische risico's zijn ten opzichte van de DAEB tak lagere buffers mogelijk. Dit is gegeven de veelal betere operationele kasstromen van niet-DAEB vastgoed verklaarbaar. Hierdoor kunnen risico's beter worden opgevangen. Daarentegen zullen de andere risicocomponenten (operationeel- en marktrisico) juist hoger zijn in de niet-DAEB tak. De niet-DAEB tak is veel kleiner dan de DAEB tak en daarmee meer kwetsbaar. Risico's uit de operatie (bijvoorbeeld governance en interne beheersing) zullen zich sterker manifesteren. Deze risico's zijn niet exact cijfermatig te kwantificeren en kunnen situationeel vanwege soms zeer verschillende activiteitenpatronen in de niet-DAEB tak sterk differentiëren. De marktrisico's in de niet-DAEB tak zullen vanwege de meer marktconforme huurniveaus ook wezenlijk anders zijn dan in de DAEB tak. De toets hoe financiers een BV beoordelen en voorwaarden voor financiering formuleren is hierbij een nuttige referentie. Op basis van dit inzicht achten we het passend de vermogensratio's qua grenswaarden gelijk te stellen. Analyse van financieringsvoorwaarden van commerciële financiering leert dat commerciële financiers voornamelijk naar de marktwaarde van het vastgoed kijken en in mindere mate naar de beleidswaarde. Op basis van de weging van de risico's (macro-economisch, markt en operationeel) en de financieringsvoorwaarden in de markt bepalen Aw en WSW een norm van 70% voor de LTV en 30% voor de solvabiliteit. De normen zijn dus gelijk met die van de DAEB-tak, maar vanuit een andere weging van risico's en context.

ICR en dekkingsratio

Voor de niet-DAEB tak geldt momenteel een hogere ICR grenswaarde dan de DAEB tak. Dit blijft ongewijzigd. In de analyse komt de macro-economische buffer voor de ICR in de niet-DAEB tak qua niveau gelijk uit met de DAEB tak. Echter juist voor de ICR geldt dat in de weging de andere risico's ook moeten worden meegenomen. We zien een rechtvaardiging in een hogere gevoeligheid voor operationele en governance risico's bij niet-DAEB activiteiten, mede omdat de takken kleiner zijn en hier een hogere gevoeligheid ligt voor directe uitgaven. Tegelijkertijd zien we ook dat de hogere grenswaarde de investeringscapaciteit voor niet-DAEB activiteiten in de toekomst beperkt. Om recht te doen aan een evenwichtige onderbouwing van de norm voor de ICR, wordt dit nog nader onderzocht. Voor de dekkingsratio is de grenswaarde gelijk aan de DAEB tak, deze blijft ongewijzigd.



Toelichting op (het effect van) de gewijzigde beleidswaarde

Input voor het herijken van de grenswaarden is de nieuwe beleidswaarde. Op basis van de dPi23 is per corporatie de huidige en de nieuwe beleidswaarde 2023 berekend. De wijze waarop is nader toegelicht in het bijgevoegd rapport van Ortec.

Waardestijging beleidswaarde 2023

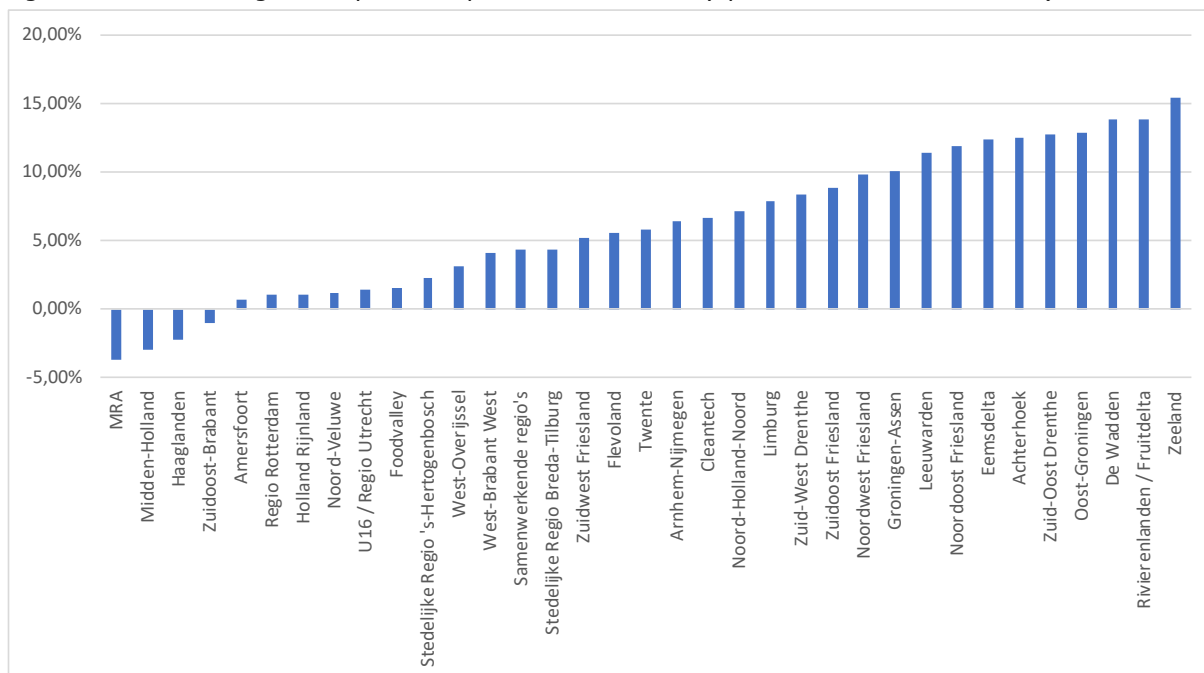
De beleidswaarde DAEB (ongewogen naar omvang) stijgt per corporatie met gemiddeld ca. 27%. Voor alle corporaties geldt dat we een stijging van de beleidswaarde zien. De (gemiddelde) stijging varieert wel per corporatie en per regio, wat verklaarbaar is omdat er geen disconteringsvoet per regio meer van toepassing is in de toekomst. In alle regio's ligt de nieuwe landelijke disconteringsvoet van de beleidswaarde lager dan de huidige (markt)disconteringsvoeten.

Effect van gewijzigde grenswaarden

De beleidswaardestijging varieert per corporatie en regio. Daarmee varieert ook het effect van de gewijzigde grenswaarden per corporatie en regio. Voor het inzichtelijk maken van het effect op de leencapaciteit vergelijken we (i) de oude beleidswaarde 2023 vermenigvuldigd met een grenswaarde van 85%, met (ii) de nieuwe beleidswaarde 2023 vermenigvuldigd met een grenswaarde van 70%.

Figuur 1 toont de verandering in leencapaciteit LTV. De gewogen gemiddelde leencapaciteit over de sector op basis van LTV stijgt met ca. 3%. Voor veruit de meeste regio's is er sprake van een stijging, voor enkele regio's daalt het licht. Let op: Hierbij is relevant dat deze tabel alleen de leencapaciteit op basis van de LTV weergeeft. De daadwerkelijke leencapaciteit wordt bepaald op basis van het totaalbeeld van alle financiële ratio's. In de actuele begrotingen van corporaties zien we dat de ICR eerder knelt en daarmee de leencapaciteit begrensd. De bepaling van de ICR is ongewijzigd gebleven. Wij verwachten daarom een beperkt effect van de herijking of de werkelijke leencapaciteit van corporaties en een zeer beperkt effect op woondealregio's.

Figuur 1: Verandering leencapaciteit op basis van de LTV (op basis van beleidswaarde)





Minder volatiliteit

Een veelgenoemd punt uit de evaluatie beleidswaarde was de volatiliteit van de beleidswaarde. Hieraan ten grondslag ligt de volatiliteit van de disconteringsvoet in de marktwaarde. De nieuwe disconteringsvoet is veel minder afhankelijk van de jaarlijkse fluctuatie in de markt en kent een veel stabiel karakter. Er ontstaat daarmee een sterker onderscheid tussen de markt- en beleidswaarde wat betreft disconteringsvoet. De marktwaarde volgt nog steeds de markt (met al zijn volatiliteit), de beleidswaarde kent een veel stabiel karakter meer passend bij de corporatie vastgoedexploitatie en bijbehorende financieringsstructuur. Daarmee is gehoor gegeven aan de evaluatie uitkomsten en wordt de beleidswaarde naar verwachting bruikbaar, herkenbaarder en stabiel in de tijd.

In het bijgevoegd van rapport van Ortec wordt dit ook gevisualiseerd. Figuur 2 toont de bandbreedte van de disconteringsvoet bij wijzigende macro economische scenario's. De nieuwe disconteringsvoet reageert trager maar ook veel minder heftig op wijzigende macro economische omstandigheden. Daarmee is de huidige investeringscapaciteit op LTV die ontstaat ook veel zekerder dan voorheen en beter bruikbaar in de meerjarenbegroting.

Figuur 2: Volatiliteit discontovoet (Ortec)

