

Niet-DAEB investeringsruimte

Toelichting bij model en scenario's

Januari 2024

Inhoud

1.	Inleiding en vraagstelling	3
2.	Modellering.....	4
2.1.	IBW-model.....	4
2.2.	Modelaanpassingen.....	4
3.	Aanpassing basisscenario	6
3.1.	Actualisatie rentepercentage en aanvangshuur.....	6
3.2.	Meenemen marktconforme financieringsrestricties.....	7
4.	Scenario's.....	8
4.1.	Inzicht in het effect van andere normstelling bancaire voorwaarden ...	8
4.2.	Inzicht in het effect van losse maatregelen	9
4.3.	Inzicht in het effect van de oplossingsrichtingen	10

1. Inleiding en vraagstelling

Vanuit de Nationale Prestatieafspraken wordt van de Nederlandse woningcorporaties verwacht dat zij in de periode tot en met 2030 zorgen voor uitbreiding van 50.000 middenhuur woningen in de niet-DAEB takken. In de huidige praktijk blijkt die opgave onhaalbaar. Dat heeft te maken met verslechterde macro-economische omstandigheden (o.a. gestegen rente) en de extra bancaire voorwaarden die ongeborgde financiering met zich meebrengt. In de totstandkoming van de NPA was nog geen rekening gehouden met extra bancaire voorwaarden voor het aantrekken van commerciële financiering (of ongeborgde leningen).

Aedes onderzoekt nu een aantal oplossingsrichtingen waarmee het toch mogelijk is om de uitbreiding van 50.000 middenhuur woningen te realiseren. Aedes heeft Ortec Finance de volgende vragen gesteld:

1. Ontwikkel een model waarmee
 - de beperkingen als gevolg van extra bancaire voorwaarden van ongeborgde financiering kunnen worden berekend;
 - de gevoeligheid van investeringsparameters kan worden bepaald;
 - de oplossingsrichtingen kunnen worden doorgerekend.
2. Stel een rapportage op met een toelichting bij het model en de doorgerekende scenario's

In hoofdstuk 2 van dit rapport wordt een toelichting op het model gegeven. Hoofdstuk 3 bevat het effect op de haalbaarheid van de opgave van een aangepast basisscenario waarin aannames worden meegenomen over de huidige macro-economische situatie en de extra voorwaarden van commerciële financiering. In hoofdstuk 4 beschrijven we losse maatregelen en oplossingsrichtingen die we zijn doorgerekend.

2. Modelling

2.1. IBW-model

Voor de doorrekening van het effect van bancaire voorwaarden bij ongeborgde leningen is gekozen om het bestaande IBW-model uit te breiden. Het IBW-model wordt jaarlijks gebruikt voor het bepalen van de indicatieve bestedingsruimte van corporaties, zowel voor de DAEB-takken als voor de Niet-DAEB takken. Het IBW-model bevat als basis de dPi's van corporaties (nu de eind 2022 ingediende dPi's). Vervolgens berekent het model hoeveel extra bestedingsruimte er per corporatie is totdat de eerste continuïteitsratio (ICR, LTV of Solvabiliteit) wordt bereikt. Bij de indicatieve bestedingsruimte worden er voor de DAEB-tak verschillende bestedingsruimten uitgerekend: investeringen in nieuwbouw, investeringen in de bestaande voorraad en eenmalige huurverlaging. Voor de niet-DAEB tak wordt enkel de bestedingsruimte van investeringen in nieuwbouw bepaald. Voor de investeringen wordt gerekend met norminvesteringen, die overeenkomen met de doorrekening van de NPA. Bij de modellering van IBW wordt er verder vanuit gegaan dat de extra investeringen (of eenmalige huurverlaging bij DAEB) per direct plaatsvinden. De IBW laat dus zien hoeveel ruimte er is voor aanvullende bestedingen, maar zegt niets over de timing ervan in de prognosejaren.

Bij het voorliggende vraagstuk van Aedes kijken wordt enkel gekeken naar de niet-DAEB takken van de corporaties. We hebben het bestaande IBW-model uitgebreid met functionaliteit voor het meenemen van extra bancaire voorwaarden bij ongeborgde financiering en voor de oplossingsrichtingen die Aedes door wenst te rekenen.

2.2. Modelaanpassingen

Aedes heeft met verschillende aanbieders in het niet-DAEB segment gesprekken gevoerd over de voorwaarden die zij hanteren bij het verstrekken van financiering voor niet-DAEB investeringen van corporaties. Daarnaast heeft Aedes een enquête gehouden onder woningcorporaties die reeds commerciële financiering hebben aangetrokken. Uit deze gesprekken en enquête zijn de onderstaande bancaire voorwaarden naar voren gekomen (de waarden zijn gekozen door Aedes):

- Er wordt getoetst of de LTV (marktwaarde) van de niet-DAEB tak kleiner is dan 50%. Daarbij worden de leningen gewaardeerd tegen nominale waarde en het vastgoed tegen marktwaarde in verhuurde staat. Hierbij wordt alleen het vastgoed meegenomen waarvoor geldt dat het als onderpand inzetbaar is (aangenomen wordt dat dit 80% van het niet-DAEB vastgoed is).
- Er wordt getoetst of de DSCR van de niet-DAEB tak groter is dan 1,2. De Debt Service Coverage Ratio geeft aan in hoeverre de niet-DAEB tak van een corporatie haar rente- en aflossingsverplichtingen vanuit het resultaat van de vastgoedexploitatie en het verkoopresultaat kan betalen. Er wordt gekeken naar een meerjarig gemiddelde van de DSCR, omdat de DSCR op jaarbasis kan fluctueren (door fluctuaties in met name de aflossings- en onderhoudskasstroom). Verderop in deze paragraaf wordt verder ingegaan op de modellering van de DSCR.
- Er is een minimale lening omvang voor commerciële financiering van € 2 mln.
- De ICR wordt getoetst op het niveau van de gehele TI en moet minimaal 1,4 zijn. Omdat corporaties in de DAEB-tak van de TI ook investeringen moeten doen is de aanname gedaan dat de ICR in de niet-DAEB-tak tenminste 1,4 moet zijn. Op die manier kunnen de investeringsmiddelen in de DAEB-tak daar worden ingezet en gaan extra niet-DAEB-

investeringen niet ten koste van DAEB-investeringen.

Omdat deze ICR-eis minder streng is dan de ICR-eis uit het beoordelingskader van Aw en WSW heeft dit geen extra beperking.

- De solvabiliteit wordt ook getoetst op het niveau van de gehele TI en moet minimaal 15% zijn. Net als bij de ICR is in de doorrekeningen de aanname gedaan dat de solvabiliteit van de niet-DAEB-tak tenminste 15% moet zijn. Omdat deze solvabiliteitseis minder streng is dan de solvabiliteitseis uit het beoordelingskader van Aw en WSW heeft dit geen extra beperking.

Naast modelaanpassingen voor het meenemen van de bancaire voorwaarden hebben we in samenspraak met Aedes ook de volgende aanpassingen aan het model doorgevoerd om de oplossingsrichtingen door te kunnen rekenen:

- Alle restricties kunnen worden aan- en uitgezet en het niveau ervan kan worden ingegeven.
- Er kan eenvoudig worden gevarieerd met de stichtingskosten en het huurniveau van de nieuwbouw norminvestering en met het rentepercentage van nieuw aan te trekken financiering.
- Het is mogelijk om een subsidie op te voeren per nieuw te bouwen niet-DAEB woning.

Modellering DSCR

Aan het IBW-model is een DSCR-berekening toegevoegd voor alle prognosejaren. De DSCR van niet-DAEB wordt als volgt berekend:

$$\frac{\text{exploitatiekasstroom (zonder VPB)} - \text{onderhoudsdeel verbeteruitgaven} + \text{verkoopresultaat o.b.v. marktwaarde}}{\text{rente uitgaven} + \text{aflossingen}}$$

In het model moet opgegeven worden welk deel van de verbeteruitgaven onderhoud betreft. De aanname in de NPA is dat dit 9% bedraagt.

Voor de berekening van het verkoopresultaat o.b.v. marktwaarde moet worden opgegeven wat de verhouding is tussen de marktwaarde en leegwaarde van verkoop. De aanname is dat dit 75% bedraagt. Dit betekent dat 25% van de netto verkoopopbrengsten meelopen in de teller van de DSCR-berekening.

Voor de aflossing leningen moet voor nieuwe leningen worden opgegeven welk deel daarvan jaarlijks wordt afgelost. De aanname van Aedes is dat dit 2% bedraagt, maar hiermee kan in het model worden gevarieerd.

3. Aanpassing basisscenario

3.1. Actualisatie rentepercentage en aanvangshuur

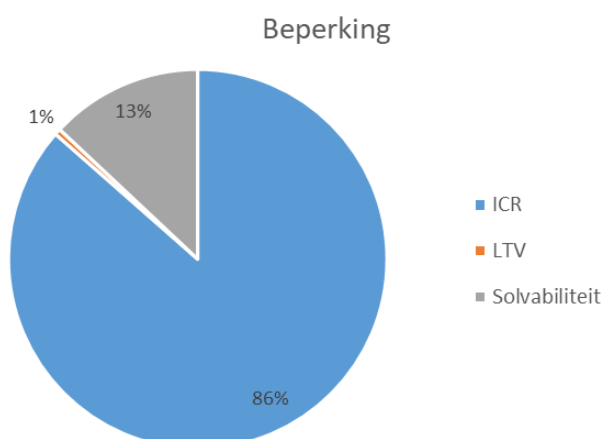
Het startpunt van de analyse is de meest recente indicatieve bestedingsruimte die is gebaseerd op dPi 2022. De IBW 2023 gaf een mogelijke groei de niet-DAEB voorraad van zo'n **33.300** woningen. Deze groei is een optelling van de mutatie van het aantal niet-DAEB woningen in de dPi (zo'n 10.900) en de extra investeringscapaciteit (zo'n 22.400). De mogelijke groei is kleiner dan de groeiopgave van 50.000 middenhuur woningen uit de NPA.

In samenspraak met Aedes hebben we in dit basisscenario de volgende aanpassingen doorgevoerd:

- Het rentepercentage van nieuwe financiering is aangesloten op de nieuwste inzichten uit de Ortec Finance Scenarioset (OFS) van Q4-2023. De rente van nieuwe niet-DAEB leningen is hierdoor verhoogd van 3,92% (aanneame in laatst IBW) naar 4,50%.
- De aanvangshuur van de extra niet-DAEB nieuwbouwwoningen is verhoogd van € 970 naar € 1.050.

Deze aanpassingen zorgen gecombineerd voor een verlaging van de investeringscapaciteit in niet-DAEB van zo'n 1.400 woningen. De investeringscapaciteit bedraagt dan zo'n **31.900** middenhuur woningen.

In onderstaande figuur is weergegeven welke continuïteitsratio's het meest beperkend zijn in de bepaling van de investeringscapaciteit van niet-DAEB van dit aangepaste basisscenario. In de figuur zijn de corporaties met Bijzonder beheer buiten beschouwing gelaten, want die corporaties hebben geen extra investeringsruimte in niet-DAEB.



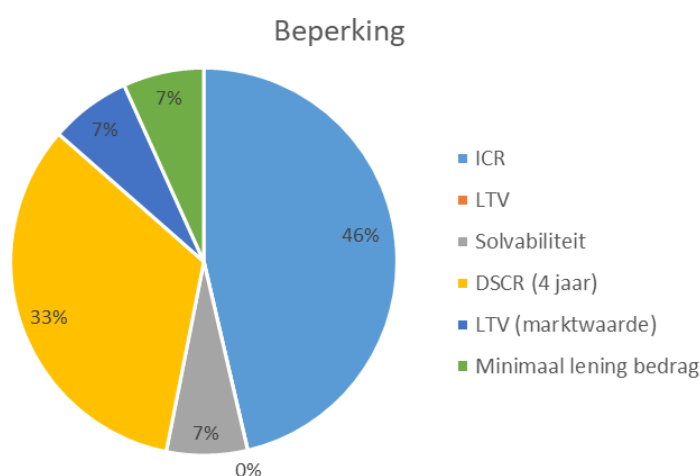
Uit de figuur blijkt heel duidelijk dat voor veruit de meeste corporaties geldt dat de ICR (minimaal 1,8 voor niet-DAEB) de beperkende restrictie is. Er is een kleinere groep corporaties waarvoor geldt dat de Solvabiliteit (minimaal 40% voor niet-DAEB) de beperkende restrictie is. Voor een paar corporaties geldt dat de LTV (maximaal 75% voor niet-DAEB) het meest restrictief is.

3.2. Meenemen marktconforme financieringsrestricties

Zoals beschreven in paragraaf 2.2 zijn er aanvullende marktconforme restricties die gelden bij het aantrekken van ongeborgde niet-DAEB financiering. Het betreffen de volgende aanvullende restricties voor de niet-DAEB tak:

- LTV (marktwaarde) < 50%
- DSCR (4 jaars gemiddelde) > 1,2
- Minimale lening omvang € 2 mln.

Deze drie restricties worden toegevoegd aan de doorrekening en er wordt daarmee rekening gehouden met zes restricties. In onderstaande figuur is te zien welke restricties het meest beperkend zijn in dit aangepaste basisscenario.



De ICR blijft voor veel corporaties het meest beperkend en voor die groep corporaties geldt dan ook dat het toevoegen van de extra marktconforme financieringsrestricties niet zorgt voor afname van de investeringscapaciteit. Bijna de helft van de corporaties heeft echter wel te maken met een restrictievere bancaire restrictie en daarvoor geldt dus wel dat de investeringscapaciteit afneemt als gevolg van het meenemen daarvan. In de meeste gevallen is daar de DSCR het meest beperkend.

De aangepaste basisvariant leidt tot een investeringscapaciteit zo'n **26.100** middenhuur woningen. Dit is dus maar ongeveer de helft van het aantal dat in de nationale prestatieafspraken is opgenomen.

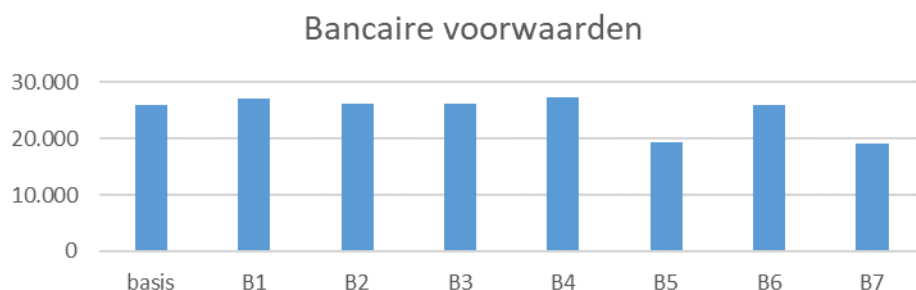
4. Scenario's

4.1. Inzicht in het effect van andere normstelling bancaire voorwaarden

De aanvullende bancaire voorwaarden voor de basisvariant zijn door Aedes gekozen op basis van gesprekken met niet-DAEB financiers en een enquête onder corporaties met niet-DAEB financiering. Uit deze gesprekken en enquête kwamen echter bandbreedtes voor de bancaire voorwaarden naar voren. In deze paragraaf geven we inzicht in de volgende bancaire voorwaarden scenario's, die allemaal zijn afgeleid van het basisscenario van paragraaf 3.2:

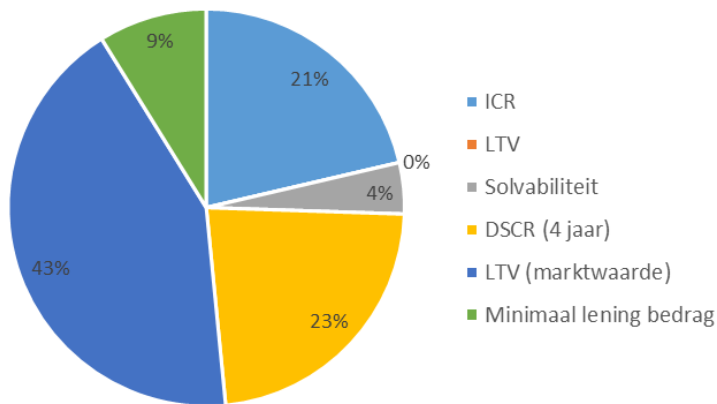
- B1: DSCR > 1,1 (i.p.v. > 1,2)
- B2: LTV (marktwaarde) < 60% (i.p.v. < 50%)
- B3: Inzetpaar onderpand 100% (i.p.v. 80%)
- B4: DSCR > 1,1 (B1) en LTV (marktwaarde) < 60% (B2) en inzetpaar onderpand 100% (B3)
- B5: Inzetpaar onderpand 50% (i.p.v. 80%)
- B6: Minimale lening omvang € 4 mln. (i.p.v. € 2 mln.)
- B7: Inzetpaar onderpand 50% (B5) en minimale lening omvang € 4 mln. (B6)

In onderstaande figuur staan de resultaten van deze scenario's weergegeven.



Het effect van rekenen met wat gunstigere bancaire voorwaarden (B1 t/m B4) leidt tot een zeer beperkte groei van niet-DAEB investeringscapaciteit. Dit heeft er natuurlijk mee te maken dat in het basisscenario maar voor zo'n 40% van de corporaties geldt dat de DSCR of LTV (marktwaarde) de meest restrictieve ratio is. Het verhogen van de minimale lening omvang naar € 4 mln. (B6) heeft ook nauwelijks effect op de niet-DAEB investeringscapaciteit. Een verlaging van het inzetbaar onderpand naar 50% (B5) zorgt er wel voor dat de LTV (marktwaarde) voor veel meer corporaties beperkender wordt voor de groei van het aantal niet-DAEB woningen.

Beperking bij 50% inzetbaar onderpand

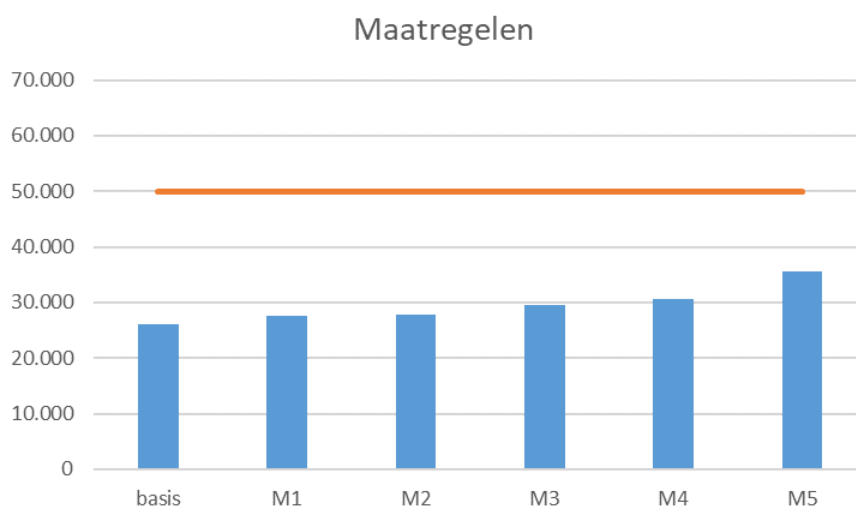


4.2. Inzicht in het effect van losse maatregelen

In opdracht van Aedes zijn verschillende scenario's ingericht die inzicht geven in het effect van maatregelen op de investeringscapaciteit in niet-DAEB. Deze scenario's zijn afgeleid van het aangepaste basisscenario uit paragraaf 3.2. Het betreffen de volgende maatregelscenario's:

- M1: € 200 hogere huur van nieuwbouw (€ 1.250)
- M2: € 25.000 subsidie van nieuwbouw (netto stichtingskosten € 300.000)
- M3: 0,75% lagere rente (3,50%)
- M4: 1,00% lagere rente (3,25%)
- M5: € 200 hogere huur (M1), € 25.000 subsidie (M2) en 1,00% lagere rente (M4)

In onderstaande figuur staan de resultaten van deze scenario's weergegeven, met als oranje lijn de gewenste groei van 50.000 middenhuur woningen.



Geen van de maatregelscenario's leidt tot voldoende investeringscapaciteit in de niet-DAEB takken om de groeiopgave van 50.000 middenhuur woningen te realiseren. Zelfs in scenario M5, waar drie maatregelen worden gecombineerd, is dat nog lang niet het geval.

4.3. Inzicht in het effect van de oplossingsrichtingen

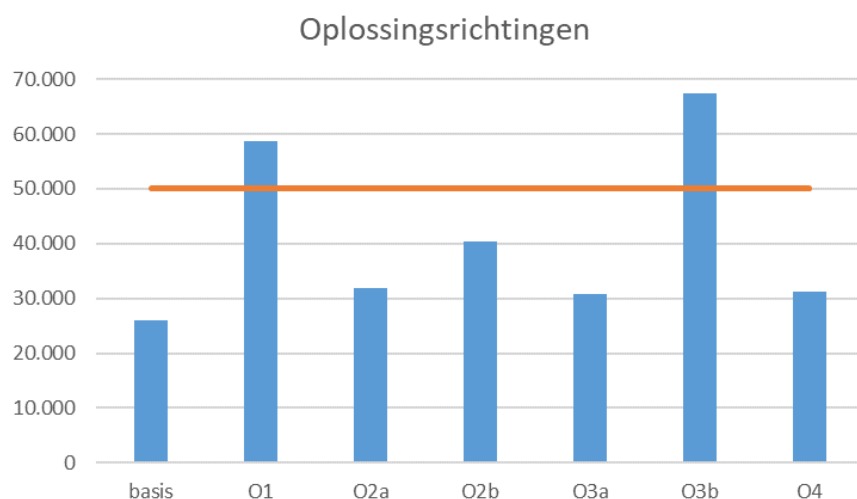
Aedes heeft verschillende oplossingsrichtingen geformuleerd om meer groei van middenhuur woningen te kunnen realiseren. De oplossingsrichtingen worden uitgebreid toegelicht in de rapportage van Aedes. Oplossingsrichting O4 is hierop aangevuld door Ortec Finance, om inzichtelijk te maken wat het effect is van een wat gunstigere normstelling van de continuïteitsratio's van niet-DAEB, namelijk gelijk aan die van DAEB. De oplossingsrichtingen zijn als volgt samen te vatten:

- O1: Inzet van de vrije toewijzingsruimte (niet-DAEB vermogen overhevelen naar de DAEB)
- O2a: DAEB financiert niet-DAEB-tak tegen marktconform rentetarief
- O2b: DAEB financiert niet-DAEB-tak tegen rentetarief met rentevoordeel
- O3a: Financiering van middenhuur met een rentevoordeel via nieuw financieringsvehikel
- O3b: Financiering van middenhuur met een rentevoordeel via WSW
- O4: Normen continuïteitsratio's niet-DAEB gelijk aan DAEB

In het model leiden deze oplossingsrichtingen tot de volgende aanpassing van invoerparameters t.o.v. het aangepaste basisscenario van paragraaf 3.2.

- O1: normen continuïteitsratio's niet-DAEB gelijk aan DAEB, geen marktconforme financieringsrestricties, rente 3,25%, huur € 880
- O2a: geen marktconforme financieringsrestricties
- O2b: geen marktconforme financieringsrestricties, rente 3,25%
- O3a: rente 3,25%
- O3b: geen marktconforme financieringsrestricties, normen continuïteitsratio's niet-DAEB gelijk aan DAEB, rente 3,25%
- O4: normen continuïteitsratio's niet-DAEB gelijk aan DAEB

Een belangrijke aanname is, dat in alle scenario's (en dus ook in scenario O1) de uitbreiding van middenhuur woningen enkel plaatsvindt vanuit de financiële ruimte van de niet-DAEB takken. In onderstaande figuur staan de resultaten van de oplossingsrichtingsscenario's weergegeven, met als oranje lijn de gewenste groei van 50.000 middenhuur woningen.



Alleen bij oplossingsrichtingen O1 en O3b is de opgave van groei van 50.000 middenhuur woningen haalbaar. Al is het bij oplossingsrichting O1 natuurlijk wel zo dat de woningen dan met een lagere huur in de markt worden gezet. Bij oplossingsrichting O2b is een toename van zo'n 40.000 middenhuur woningen mogelijk.

Rotterdam
Amsterdam
London
Pfäffikon
Toronto
Melbourne
New York

www.ortecfinance.com

Disclaimer

Ortec Finance would like to emphasize that Ortec Finance is a software provider of technology and IT solutions for risk and return management for institutions and private investors. Please note that this information has been prepared with care using the best available data. This information may contain information provided by third parties or derived from third party data and/or data that may have been categorized or otherwise reported based upon client direction. For this information of third party providers, the following additional terms and conditions regarding the use of their data apply:

<https://www.ortecfinance.com/en/legal/disclaimer>.

Ortec Finance and any of its third party providers assume no responsibility for the accuracy, timeliness, or completeness of any such information. Ortec Finance and any of its third party providers accept no liability for the consequences of investment decisions made in relation on this information. All our services and activities are governed by our general terms and conditions which may be consulted on <https://www.ortecfinance.com/> and shall be forwarded free of charge upon request.

Any analysis provided herein is derived from your use of Ortec Finance's software and does not constitute advice as to the value of securities or the advisability of investing in, purchasing, or selling securities. All results and analyses in connection with Ortec Finance's software are based on the inputs provided by you, the client. Ortec Finance is not registered as an investment adviser under the US Investment Advisers Act of 1940, an equivalent act in another country and every successive act or regulation. For the avoidance of doubt, in case terms like "client(s)" and "advisor(s)" are used in communications of Ortec Finance, then these terms are always referred to client(s) of Ortec Finance's contract client and its advisor(s).