

Commissie Alternatieve
Financieringsarrangementen
Woningmarkt-II

Verkenning rol institutionele beleggers bij
financiering (vrije) huursector

maart 2014

Inhoudsopgave

1. Inleiding en opdracht.....	3
2. Analyse van de financiering van de (vrije) huursector	4
2.1 Ontwikkelingen in het woningmarktbeleid.....	4
2.2 Toekomstige financieringsbehoefte in het DAEB en niet-DAEB segment	6
2.3 Financieringskanalen in het DAEB en niet-DAEB segment	8
3. Alternatieve financieringsarrangementen	12
3.1 Alternatieve vormen van garantieverstrekking	12
3.2 NII-route.....	13
3.3 Inflatie gerelateerde financiering	13
3.4 Gemengd woningfonds.....	15
3.5 Erfpacht.....	16
3.6 De corporatiehypotheek.....	17
3.7 Securitatisatie vormen	18
4. Aanbevelingen	19
Gebruikte afkortingen.....	20

1. Inleiding en opdracht

De commissie 'Alternatieve Financieringsarrangementen Woningmarkt II' (AFW-II) is op 27 februari 2013 gevraagd, in het kader van het *Kabinetsoverleg met institutionele beleggers*, om te verkennen of, en zo ja op welke wijze, de rol van institutionele beleggers bij de financiering van woningcorporaties kan worden vergroot. Hierbij zijn de volgende randvoorwaarden in acht genomen:

1. Geen materiële vergroting van de exposure van het Rijk;
2. Geen dwang van pensioenfondsen en verzekeraars (*institutionele beleggers*) tot beleggen in Nederland.

Ten tijde van het verzoek was de verwachting nog dat er snel duidelijkheid zou komen over de veranderingen in wet- en regelgeving die op de woningcorporaties af zouden komen, hetgeen een randvoorwaarde is de gestelde vraag goed en volledig te beantwoorden. Sinds de start van deze commissie is er op het politieke vlak echter veel gebeurd. Zo duurde het lang alvorens er meer duidelijkheid was over de in te voeren verhuurdersheffing, de omvang van het te liberaliseren woningenbestand en de vormgeving van de verkoop- en splitsingsregels. Ook ten tijde van het verschijnen van dit rapport is niet op alle vlakken volledige duidelijkheid. Minister Blok heeft op 11 februari j.l. een wijziging (novelle) op het eerder ingediende wetsvoorstel voor herziening van de Woningwet gepubliceerd. Deze plannen zijn ter consultatie voorgelegd aan belangenvetegenwoordigers van huurders, vastgoedbeleggers, toezichthouders en woningcorporaties en moeten nog worden vastgesteld in wet- en regelgeving. Dit leidt ertoe dat betrokken partijen de exacte gevolgen voor hun situatie nog niet altijd volledig in beeld hebben.

Dergelijke elementen zijn van invloed op de wenselijkheid en haalbaarheid van de alternatieve financieringsarrangementen die de commissie in onderzoek had en zijn daarmee van invloed geweest op de snelheid en de volledigheid van het advies. Dat heeft er ook toe geleid dat in dit advies geen concrete pilots kunnen worden aangekondigd en zich beperkt tot een overzicht van alternatieve financieringsarrangementen. Deze alternatieven zijn nadrukkelijk bedoeld als structurele alternatieven, maar de commissie merkt op dat het huidig tijdsgewricht aantrekkelijk lijkt voor het introduceren en testen van alternatieven, omdat er enerzijds geen sprake is van stress en onrust en er anderzijds vraag is naar producten met een beter risico rendement perspectief gegeven de laag rentende omgeving.

In het algemeen valt nog op te merken dat de vraagstukken complex zijn en de onderlinge afhankelijkheid van geschetste alternatieven groot is. Dat in combinatie met de betrokkenheid van diverse partijen maakt de materie weerbarstig.

Tegen deze achtergrond heeft de commissie het vraagstuk van de financiering van woningcorporaties geplaatst in de bredere context van de financiering van de (vrije) huursector. Dit rapport bevat een analyse van het vraagstuk, geeft een overzicht van de verkende financieringsarrangementen, geeft aan waar knelpunten en kansen liggen en waar nog nadere analyse nodig is.

2. Analyse van de financiering van de (vrije) huursector

In Nederland vinden belangrijke ontwikkelingen in het woningmarktbeleid plaats die van invloed zijn op de vraag naar woningen in het gereguleerde en geliberaliseerde huursegment als ook de financieringsbehoefte in deze segmenten. Tegelijkertijd moeten banken als gevolg van de crisis hun balansen versterken. Dit rechtvaardigt een inventarisatie en analyse van de mogelijke gevolgen van deze (beleids)ontwikkelingen op vraag- en aanbodverhoudingen in de (vrije-sector) huurwoningenmarkt. Hierbij past ook de analyse in hoeverre de bestaande financieringsarrangementen in de toekomstige financieringsbehoefte van woningcorporaties en commerciële verhuurders/investeerders kunnen voorzien en/of institutionele beleggers hier een rol kunnen spelen. Wat deze analyse compliceert is dat het momenteel lastig is een inschatting te maken van de toekomstige omvang van het DAEB en het niet- DAEB segment. De plannen van het kabinet en de gemaakte afspraken met Aedes rond de scheiding van commerciële en sociale activiteiten dienen nog te worden vastgesteld in wet- en regelgeving. Zo is de consultatie van de Novelle bij de Herzieningswet inmiddels gestart en moeten AMvB's nog geschreven worden. Daarnaast is de omvang van deze segmenten afhankelijk van de keuzes die woningcorporaties en institutionele beleggers zullen maken als gevolg hiervan en van hoe de vraag naar geliberaliseerde huurwoningen zich ontwikkelt in aantal, in prijsklasse en per regio. De analyse is daardoor met veel onzekerheid omgeven. Desalniettemin valt wel aan te geven waar mogelijk knelpunten kunnen ontstaan. Tegen deze achtergrond worden in de verkenning van de commissie AFW-II alternatieve financieringsarrangementen geïnterpreteerd met het oog op de benodigde toekomstige (her)financiering (van investeringen) in de huurmarkt

2.1 Ontwikkelingen in het woningmarktbeleid

Centraal aan de analyse ligt de door het kabinet gewenste beperking van de activiteiten van woningcorporaties tot hun kerntaken, zijnde het bouwen, verhuren en beheren van sociale huurwoningen en het daaraan ondergeschikte direct verbonden maatschappelijke vastgoed. Deze kerntaken worden beschouwd als 'Diensten van Algemeen Economisch Belang' (DAEB). Daarnaast vereisen de regels van de Europese Unie dat DAEB- en niet-DAEB activiteiten minimaal boekhoudkundig administratief van elkaar worden gescheiden.

Op 30 augustus 2013 heeft het kabinet een akkoord gesloten met Aedes waarin is afgesproken hoe de DAEB en niet-DAEB activiteiten van corporaties dienen te worden gescheiden. Deze afspraken hebben geleid tot een novelle die minister Blok op 11 februari heeft gepubliceerd en ter consultatie heeft voorgelegd aan belangenvertegenwoordigers van huurders, vastgoedbeleggers, toezichthouders en woningcorporaties. Kern van de plannen is dat de corporatie de keuze krijgt tussen een administratieve scheiding of een juridische splitsing. Naar mate er voor een 'hardere' splitsing wordt gekozen ontstaat er meer ruimte voor activiteiten op het brede terrein van het wonen buiten het sociale domein. De financiering van DAEB activiteiten kan blijven plaatsvinden met borging van het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) of borging door gemeenten. Niet-DAEB activiteiten dienen zonder WSW borging te worden gefinancierd.

Op het moment van scheiding of splitsing moet een toedeling van het eigen vermogen en schulden van de corporatie aan de corporatie aan de niet-DAEB tak c.q. de juridische dochter plaatsvinden¹. Deze schulden zullen in beginsel ongeborgd moeten worden geherfinancierd. De corporatie kan ook onder voorwaarden bezittingen verkopen aan andere partijen die op hun beurt voor financiering zullen moeten zorgen. Recent zijn de verkoop- en splitsingsregels voor huurwoningen van woningcorporaties versoepeld om de mogelijkheden hiervoor te verruimen. Met name verkoop van woningen aan beleggers in de geliberaliseerde en te liberaliseren categorie is hierdoor eenvoudiger geworden².

Daarnaast zijn er diverse reeds ingezette beleidswijzigingen die de vraag naar woningen in het geliberaliseerde huursegment en het potentieel aan over te hevelen woningen van het DAEB naar het niet-DAEB segment verhogen. Naar aanleiding van het besluit van 15 december 2009 van de Europese Commissie (C(2009)9963) is door de Nederlandse overheid bepaald dat alle toegelaten instellingen hun vrijkomende huurwoningen met een huur onder de huurtoeslaggrens (*Euro 699,48 per maand in 2014*), voor zover deze in aanmerking (*kunnen*) komen voor WSW-borging of borging door gemeenten, voor ten minste 90% dienen toe te wijzen aan huishoudens met een vastgesteld belastbaar inkomen van maximaal Euro 33.000 (*prijzen 2009*).

Tevens is op 1 juli 2013 de inkomensafhankelijke huurverhoging voor een periode van 2 jaar ingegaan. Hierdoor is ruimte ontstaan voor extra huurverhogingen. Door de relatie met de gelijktijdig geïntroduceerde verhuurdersheffing wordt het potentieel rendement van met name het niet-DAEB segment aantrekkelijker voor investeringen. Voor het niet-DAEB segment geldt deze verhuurdersheffing namelijk niet.

Verder worden in het woningwaarderingstelsel (WWS) een aantal elementen vervangen door een WOZ-index. Hiermee worden prijs en kwaliteit meer aan elkaar gekoppeld, zodat er meer ruimte is om de markt te laten werken. Tot slot maakt de afbouw van impliciete subsidies in de koopsector de huursector aantrekkelijker.

Deze ontwikkelingen tezamen beogen ruimte te scheppen voor het ontstaan van een geliberaliseerd 'middensegment', waarbij het tegelijkertijd aantrekkelijker zal moeten worden voor institutionele beleggers om in dit segment te investeren. Overigens bestaat de mogelijkheid dat de inkomensgrens tijdelijk wordt verruimd. Dit kan de vraag naar woningen in het middensegment negatief beïnvloeden waardoor de totstandkoming van het middensegment kan worden vertraagd.

¹ Zie de Herzieningswet Toegelaten Instellingen Volkshuisvesting (Kamerstuk 32769) en de concept novelle.

² Rond het splitsen van het bezit worden echter nog knelpunten geconstateerd die de verkoopbaarheid nadelig kunnen beïnvloeden, zie ook paragraaf 2.3.

2.2 Toekomstige financieringsbehoefte in het DAEB en niet-DAEB segment

Het overhevelen van activiteiten van het DAEB naar het niet-DAEB segment leidt macro tot een verschuiving in de toekomstige financieringsvraag van woningcorporaties: van geborgde (her)financiering naar ongeborgde financiering. De toekomstige financieringsbehoefte zou zich dan ook met name voor kunnen doen voor de (*onborgde*) niet-DAEB activiteiten. Het aantal omzettingen van gereguleerd naar geliberaliseerd is afhankelijk van de portfoliostrategie van corporaties, de prestatieafspraken met gemeenten en hun zienswijze, de regionale woningmarkt en andere onzekere invloeden vanuit het beleid (*o.a. Herzieningswet/Novelle*) en de conjunctuur.

Het niet-DAEB segment zal in elk geval bestaan uit de reeds geliberaliseerde corporatiewoningen³ alsmede het overige vastgoed in zoverre dat niet als maatschappelijk vastgoed in de DAEB mag zijn ondergebracht (*dus losstaande garages, commerciële winkelpinten, koopwoningen, grondposities e.d.*). Het CFV heeft in zijn Sectorbeeld over 2013 een (*boekhoudkundige*) interne lening van DAEB aan niet-DAEB becijferd van (*maximaal*) ca. Euro 10 miljard⁴.

Uitgangspunt in de herzieningswet/novelle is dat de interne leningen geleidelijk zoveel mogelijk worden afgelost of omgezet in ongeborgde financiering uit de markt. Het tempo waarin dit zal gebeuren is nog van vele onzekere factoren afhankelijk zoals nadere regelgeving.

Zonder rekening te houden met nieuwe (*extern te financieren*) activiteiten in de niet-DAEB en met over te hevelen te liberaliseren woningen is de (her)financieringsbehoefte derhalve maximaal ongeveer Euro 10 miljard. Nieuwe activiteiten in de niet-DAEB zullen, met name bij administratieve splitsing, betrekkelijk begrensd zijn door de bij AMvB uit te werken nadere regelgeving ter zake. Uitgangspunt van het Kabinet is dat corporaties zich primair richten op hun kerntaken in de DAEB. De mogelijke financieringsbehoefte vanwege nieuwe activiteiten blijft hier om die reden buiten beschouwing.

³ Ultimo 2012 bedroeg het aantal geliberaliseerde woningen bijna 70.000 op grond van de BBSH kerngegevens. Dit aantal zal verder toenemen, o.a. vanwege de invoering van de verhuurdersheffing.

⁴ In het Sectorbeeld van het CFV over 2013 bestaan, gewaardeerd tegen marktwaarde in verhuurde staat, de activa in de niet-DAEB uit ca. Euro 14,4 miljard aan vastgoed (waarvan Euro 13,8 miljard in exploitatie), Euro 2,5 miljard aan financiële vaste activa (waarvan Euro 1,6 miljard deelnemingen) en Euro 2,7 miljard aan vlottende activa. De totale activa in de niet-DAEB bedragen derhalve Euro 19,6 miljard. Aan de passiva-kant staat hier ca. Euro 1,8 miljard aan (onborgde) leningen tegenover (waarvan Euro 0,8 miljard langlopend), alsmede een post voorzieningen van bijna Euro 0,4 miljard. Vervolgens stelt het CFV dat een gezonde exploitatie in de niet-DAEB mogelijk blijft als de langlopende schuld in de niet-DAEB gelijk is aan 70% van de marktwaarde in verhuurde staat van het vastgoed in exploitatie en de deelnemingen, ofwel van 70% van Euro 14,4 miljard = Euro 10,1 miljard. Er is reeds een langlopende schuld van Euro 0,8 miljard, dus resteert een interne lening van Euro 9,3 miljard. Opgemerkt moet worden dat de looptijden van leningen in de niet-DAEB naar verwachting korter zijn dan in de DAEB wat het herfinancieringsvraagstuk urgenter maakt.

Extra overheveling van te liberaliseren woningen naar de niet-DAEB kan wel een significant verschil maken voor de herfinancieringsbehoefte. Woningen waarvan de potentiële huur boven de huurtoeslaggrens ligt kunnen, afhankelijk van eerder genoemde omstandigheden, worden ondergebracht in het niet-DAEB segment. Ondanks de verschillende onzekerheden lijkt het goed denkbaar dat een substantieel deel van de behoefte aan huurwoningen vanaf de huurtoeslaggrens zal worden ingevuld door omzettingen van gereguleerde woningen. Corporaties hebben immers een prikkel om extra inkomsten te genereren door liberalisering van woningen, en de verhuurderheffing te vermijden door liberalisatie. Daarnaast is nieuwbouw minder rendabel dan liberalisatie van bestaande corporatiewoningen en heeft het opkopen van bestaande complexen van corporaties voor eindbeleggers het voordeel dat geen -ontwikkel- en verhuurrisico wordt gelopen. Ook kan dit overigens leiden tot een meer zakelijke exploitatie waarin klantgerichter wordt gewerkt en bedrijfslasten afnemen.

Op basis van recente voorlopige doorrekeningen van de vraag op de woningmarkt door ABF Research⁵, wordt de mogelijke toename van de vraag naar vrije sector huurwoningen geschat tussen 100.000 en 120.000 woningen over de hele periode 2012-2020. Bij een extra overheveling van 100.000 woningen met een gemiddelde marktwaarde van Euro 125.000 komt er ongeveer Euro 12,5 miljard bij in de niet-DAEB. Bij eenzelfde rekensom als door het CFV is gemaakt betekent dit een toename van de interne leningen tot Euro 19,0 miljard⁶. Bij een extra overheveling van 120.000 woningen komt er Euro 15 miljard bij in de niet-DAEB, hetgeen een toename van de interne leningen tot Euro 20,7 miljard betekent⁷. De maximale (her)financieringsbehoefte in de niet-DAEB is derhalve potentieel groot maar eveneens erg onzeker.

Naarmate woningcorporaties minder woningen omzetten naar het niet-DAEB segment, zal de stijging van de financieringsbehoefte in dit segment beperkter zijn en de (her)financieringsbehoefte in het DAEB segment minder afnemen. Bovendien wordt de (*aanvullende*) rol die nieuwbouw kan spelen in het voldoen aan de vraag naar woningen in het geliberaliseerde 'middensegment' mede bepaald door de vraag of corporaties mogelijkheden worden geboden om in dit segment te blijven bouwen en de portfoliostrategie van corporaties. Investeerders zullen bij nieuwbouwplannen onder andere rekening houden met het aanbod dat door corporaties op de markt wordt gebracht, maar ook met de mate waarin corporaties de zogenoemde 'scheefhuurdersproblematiek' kunnen en willen beperken. Corporaties kunnen die groep via inkomensafhankelijke verhoging van de huren stimuleren te vertrekken, maar niet dwingen. Daarnaast kan het vanuit het perspectief van leefbaarheid van wijken juist gewenst zijn een bepaald aandeel 'scheefhuurders' te handhaven.

⁵ Nog te verschijnen publicatie: Woningmarktverkenningen 2013, ABF Research.

⁶ Interne lening wordt dan: $70\% \text{ van } (15,4 + 12,5) - 0,8 = \text{Euro } 19,0 \text{ miljard.}$

⁷ Interne lening wordt dan: $70\% \text{ van } (15,4 + 15,0) - 0,8 = \text{Euro } 20,7 \text{ miljard.}$

Voorgaande analyse maakt duidelijk dat in het niet-DAEB segment een grotere vraag naar ongeborgde financiering kan ontstaan en mogelijk ook een grotere potentiële verkoop van woningen aan beleggers. De maximale (her)financieringsbehoefte in de niet-DAEB is echter erg onzeker. De verwachting is dat de omvang van de financieringsbehoefte uit DAEB-activiteiten zal dalen. Ook in het DAEB segment blijft echter sprake van een aanzienlijke financieringsbehoefte, gegeven herfinanciering van bestaande leningen, maar ook vanwege noodzakelijke investeringen in het licht van verduurzaming van de bestaande voorraad, aanpassingen uit hoofde van demografie, combinaties van wonen en zorg, en verschuivingen tussen regio's. In het licht van de veranderingen in de financiële sector is het van belang te verkennen of de huidige financieringskanalen in deze behoefte kunnen voorzien.

2.3 Financieringskanalen in het DAEB en niet-DAEB segment

Financieringskanalen DAEB-segment

Het totale volume aan door de Stichting WSW geborgde leningen bedroeg ultimo 2012 ongeveer EUR 87 miljard, waarvan jaarlijks circa 6 procent dient te worden geheerfinancierd. Dit betreft een vrij toegankelijke markt waarop in het verleden ook algemene banken en institutionele beleggers actief waren. Momenteel wordt deze markt gedomineerd door de publieke sectorbanken, zijnde de *Bank Nederlandse Gemeenten* (BNG Bank) en de *Nederlandse Waterschap Bank* (NWB Bank).

BNG Bank en NWB Bank zijn financiers die zich van oudsher specifiek richten op de financiering van de publieke sector, waaronder de volkshuisvesting, via onderhandse leningen. Het marktaandeel van deze banken in de financiering van de portefeuille van corporaties ligt op circa 86 procent⁸. De twee sectorbanken hebben de afgelopen jaren, ondanks de grote onrust op de financiële markten (krediet-/schuldencrisis), de woningbouwcorporaties adequaat kunnen voorzien in hun financieringsbehoefte.

Net als algemene banken, zullen de publieke sectorbanken hun eigen vermogen moeten versterken om in 2018 te kunnen voldoen aan de Bazel III kapitaalvereisten, waaronder de zogenoemde *leverage ratio*⁹. De sectorbanken geven aan dat uit hun migratieplannen¹⁰ blijkt dat zij tijdig aan deze normen verwachten te kunnen voldoen. In die plannen wordt er overigens van uitgegaan dat de (DAEB) financieringsvraag gelijk in omvang blijft, terwijl de verwachting is dat deze zal dalen. Institutionele beleggers geven aan dat zij in die situatie waarschijnlijk geen rol van betekenis kunnen spelen in dit segment. De aangescherpte kapitaal- en liquiditeitseisen van Bazel III kunnen in elk geval

⁸ WSW Jaarverslag 2012. Institutionele beleggers hadden een aandeel van rond 5 procent van het totaalvolume van de geborgde financiering, algemene banken ongeveer 6 procent.

⁹ Voorafgaand aan de vaststelling van de hoogte van deze *leverage ratio* in Europa, zal de *European Banking Authority* in 2016 nog een evaluatie doen van de *leverage ratio*, juist in relatie tot verschillende business modellen zoals die van de sectorbanken. Dit kan mogelijk leiden tot minder stringente eisen voor deze banken.

¹⁰ In deze plannen geven banken aan op welke wijze en via welk tijdsplan eventuele bestaande vermogenstekorten ten opzichte van de toekomstige normen zullen worden aangevuld.

op korte termijn tot gevolg hebben dat algemene banken in mindere mate een rol kunnen en daarmee willen spelen in de financiering van het DAEB segment. Het verstrekken van illiquide leningen met een hoge kredietkwaliteit vraagt immers relatief veel kapitaal¹¹ en liquiditeit van de bank, die in andere segmenten mogelijk meer rendabel kunnen worden ingezet. Institutionele beleggers wensen ook meer liquiditeit in hun beleggingen en hebben zich de afgelopen 10 jaar ook verder teruggetrokken uit dit segment.

Desalniettemin dient de toekomstige beschikbaarheid van financieringsarrangementen ten behoeve van woningcorporaties zo goed mogelijk te zijn gewaarborgd, zodat het verstandig kan zijn om ook andere kanalen te verkennen. Dit ook tegen het licht dat op voorhand niet duidelijk is in welk tempo de verwachte afname van de financieringsvraag in het DAEB segment zal plaatsvinden. Daarnaast zijn er ook woningcorporaties die aangeven geïnteresseerd te zijn in het verkennen van eventuele nieuwe financieringsarrangementen, als aanvulling op de reeds bestaande arrangementen. Wel zullen nieuwe financieringsalternatieven concurrerend moeten zijn aan de bestaande arrangementen¹². Het ligt voor de hand om bij eventuele implementatie van de genoemde arrangementen vraag gestuurd te werken.

Financieringskanalen niet-DAEB segment

Voor het niet-DAEB segment geldt geen WSW-borgstelling op de aan te trekken financiering. Daarmee is sprake van financiering met een ander risicoprofiel. Vanuit de sectorbanken geeft BNG Bank aan dat financiering voor dit segment ter beschikking kan worden gesteld zolang de woningcorporatie de kredietvrager/eigenaar van de woningen is, maar dat dit ten opzichte van de verwachte totale behoefte slechts beperkt zal zijn vanwege het andere risicoprofiel¹³. Gegeven de (komende) financieringsvereisten voor langlopende kredieten uit hoofde van Bazel III¹⁴ en de gebleken risico's die gepaard gaan met de blootstellingen van de algemene banken op commercieel vastgoed, is bancaire financiering door algemene banken niet volledig verzekerd. Om te voorzien in de

¹¹ Dit betreft alleen de ongewogen kapitaaleisen als gevolg van leverage ratio, aangezien de risicogewogen kapitaaleisen juist een laag kapitaalbeslag kennen omdat het hier gaat om leningen met een hoge kredietwaardigheid.

¹² Zie ook afwegingskader aan einde paragraaf 3.1.

¹³ Dit heeft te maken met kredietrisico's, de risicobereidheid en met Europese richtlijnen en voorschriften zoals bijvoorbeeld *'de grote positie regeling'*. Aangezien deze financieringen niet door het WSW geborgd zullen worden ontstaat er kredietrisico, gekoppeld aan de individuele corporatie. Dit leidt tot de verplichting voor de bank om solvabiliteit aan te houden tegenover deze kredieten. Dergelijke kredietverlening wordt door Europese regels gelimiteerd op 25 procent van het eigen vermogen van de bank per debiteur. Daarnaast zullen banken deze kredieten onderwerpen aan hun eigen kredietbeoordeling en zullen deze moeten passen binnen de risicohouding van de banken.

¹⁴ Nederlandse banken voldoen op dit moment gemiddeld gesproken al (bijna) volledig aan de Bazelse liquiditeitsvereisten, die tot doel hebben liquiditeitsrisico's die banken lopen te verminderen. Dit laat onverlet dat ten opzichte van de situatie dat deze liquiditeitsvereisten niet zouden bestaan, banken in de nieuwe situatie in relatief minder grote mate financiering in het niet-DAEB segment kunnen aanbieden.

toekomstige financieringsbehoefte en het ontstaan van een geliberaliseerd middensegment te faciliteren, lijkt het wenselijk om alternatieve financieringskanalen te verkennen. Het is van belang om bij deze uitwerking rekening te houden met de wijze waarop de Novelle zal worden vormgegeven.

Aandachtspunten bij het aanboren van nieuwe financieringskanalen

Een aandachtspunt bij het aanboren van alternatieve financieringskanalen is dat voor buitenlandse beleggers de Nederlandse huurwoningmarkt relatief onbekend is en binnen- en buitenlandse beleggers de Nederlandse wet- en regelgeving rond woningen als complex en onstabiel ervaren. Omdat de markt (*in absolute zin*) klein is kiezen buitenlandse beleggers vaak liever meer liquide en meer overzichtelijke markten zoals grootstedelijke regio's in omliggende landen zoals Londen, Parijs en de grote Duitse steden¹⁵. Echter, gezien de huidige laag rentende omgeving en de zoek naar rendement van buitenlandse beleggers, staan zij wel meer open voor financieringen met een relatief lage financieringsgraad ten opzichte van de marktwaarde van de onderliggende woningen. Zo heeft Capital Value recent onderzoek gedaan onder de 100 grootste woningbeleggers in Nederland en onder 168 internationale vastgoedinvesteerdere die cross-border investeren in Europees residentieel vastgoed of deze mogelijkheid onderzoeken.¹⁶ De ondervraagde Nederlandse institutionele en particuliere beleggers hebben volgens Capital Value gezamenlijk circa Euro 2 miljard beschikbaar voor investeringen in huurwoningen in 2014. Buitenlandse investeerders zouden in 2014 voor circa Euro 1 miljard willen investeren in Nederlandse huurwoningen. De prioriteit van beleggers ligt bij de uitbreiding van de woningportefeuille nadrukkelijk in het middeldure segment.¹⁷

Voor pensioenfondsen en uitvoerende pensioenorganisaties geven partijen aan de pensioenregelgeving niet evenwichtig te vinden ten aanzien van het rendement en risico op alternatieve beleggingen. Door de voor toezicht doeleinden gehanteerde bruto beleggingsrendementen¹⁸, volgt na aftrek van beleggingskosten voor alternatieve beleggingen een laag netto beleggingsrendement, vergelijkbaar met dat van vastrentende waarden, terwijl ze tegelijkertijd een hoog risicoprofiel meekrijgen. Voorbeelden van alternatieve beleggingen zijn niet-beursgenoteerd vastgoed, private equity en hedge funds. Meer illiquide categorieën worden zo vanuit wet- en regelgevingsperspectief zeer onaantrekkelijk. Dit zet beleggen in private equity, vastgoed, infrastructuur onder druk, buiten en binnen Nederland. De sector heeft hiervoor aandacht gevraagd bij DNB¹⁹.

¹⁵ Terwijl de rendementen van vrije sector huurwoningen in Nederland toch een stabiele belegging vormen. Zelfs in de relatief slechte afgelopen drie jaar, is een goed cash-rendement van 4,2 procent gerealiseerd en een totaalrendement van 1,8 procent.

¹⁶ Capital Value, Onderzoek De woning(beleggings)markt in beeld, februari 2014.

¹⁷ Grenzen van dit segment zijn afhankelijk van het type belegger: Internationale beleggers: 700-1.000; particuliere beleggers 699-850 en institutionele beleggers 699-850.

¹⁸ Voor alternatieve beleggingen door pensioenfondsen en uitvoerende pensioenorganisaties geldt een bruto rendement van 7,5% en voor vastrentende waarden 7,0%. Overigens worden de hoogtes van de toezichtparameters momenteel (maart 2014) herzien.

¹⁹ Dit punt is eerder naar voren gebracht in een brief van APG aan Minister Blok (d.d. 4 november 2013) inzake beleggingsbeleid pensioenfondsen.

Daarnaast is de problematiek onder de aandacht van de Commissie Parameters die medio maart haar werkzaamheden afrondt. Mogelijk wordt deze problematiek dus op korte termijn geadresseerd.

Uit de *'Circulaire verkoop corporatiewoningen'* die in is gegaan per 1 oktober jongstleden blijkt dat corporaties geliberaliseerde en te liberaliseren huurwoningen kunnen verkopen (*geen verplichting*) aan (*institutionele*) beleggers tegen de (*getaxeerde*) marktwaarde in verhuurde staat. De huurovereenkomst en huurbescherming blijft hierbij onaangetast. Het is op deze manier eenvoudiger voor (*institutionele*) beleggers/desbetreffende fondsmanagers om gedeeltes van het corporatiebezit over te nemen.

Rond het splitsen van het bezit worden echter nog knelpunten geconstateerd die de verkoopbaarheid nadelig kunnen beïnvloeden. Zo is het in geval van splitsen niet eenvoudig om per portiek een scheiding te maken tussen DAEB en niet-DAEB woningen. De huidige verkoop- en splitsingsregels omtrent het vervreemden en met name de 10-procentnorm kunnen hier restrictief werken. Indien in een complex meer dan 10 procent van de woningen een maximale huur van onder de huurtoeslaggrens kent, wordt het gehele complex als sociaal beschouwd. Daardoor zijn er onvoldoende complexen beschikbaar voor verkoop om enerzijds een interessante portefeuille te vormen voor institutionele beleggers en anderzijds de corporaties vermogen te verschaffen om in te zetten voor het bedienen van de sociale doelgroep. Bij ophoging van dit percentage tot 30% vallen vrijwel alle complexen binnen de grens. Analyse van de potentiële niet-DAEB portefeuilles van bij de pilot gemengd woningfonds betrokken corporaties afkomstig uit de randstad wijst uit dat bij een lager percentage substantiële delen van deze portefeuilles niet in aanmerking komen. Splitsen tot op woningniveau, zeker bij eengezinswoningen, is juridisch wel mogelijk, maar levert zeer inefficiënt te exploiteren woningportefeuilles op. Een bijkomend probleem is dat de vermogensverschaffers en banken zeer terughoudend zijn dergelijke zeer versnipperde portefeuilles te financieren (swiss cheese is dan de negatieve aanduiding). Er is overigens ook een prikkel, los van regelgeving, om niet te veel DAEB in een portefeuille op te nemen, vanwege het negatieve effect hiervan op het fondsrendement (de huurverhogingsmogelijkheden zijn meer gereguleerd en de heffing speelt een rol). Nadere analyse moet uitwijzen in hoeverre met een dergelijke verruiming aan de behoeftes van beleggers en corporaties tegemoet zou worden gekomen. Daarbij zullen ook de implicaties voor andere volkshuisvestelijke doelstellingen moeten worden meegewogen.

Ten slotte, in de traditionele *revolving fund* gedachte van corporaties zouden zij initieel (*nieuwe*) woningen beschikbaar kunnen stellen aan de doelgroep, deze woningen met de huurders met alle bijbehorende huurbescherming erin (*die ter zijner tijd bij verkoop mogelijk voor een aanzienlijk deel niet meer tot de doelgroep behoren*) op enig moment kunnen verkopen aan institutionele beleggers, en daarmee het nieuw verkregen vermogen opnieuw in de volkshuisvesting kunnen investeren.

3. Alternatieve financieringsarrangementen

De commissie AFW-II heeft verschillende routes onderzocht die een bijdrage kunnen leveren aan de, toekomstige, (her)financieringsbehoeftes van woningcorporaties ten aanzien van zowel het DAEB als niet-DAEB segment.

3.1 Alternatieve vormen van garantieverstrekking

Binnen het DAEB segment vindt financiering plaats op basis van WSW-geborgde financiering. De overheid staat daarbij via het WSW garant voor leningen door banken verstrekt aan woningcorporaties. De garantstelling is de facto een 3^e-lijns garantie. Bij een claim zal eerst de borgstellingsreserve van het WSW worden aangesproken, dan zal een beroep gedaan worden op de obligoverplichting, waarmee deelnemende corporaties zich verplichten onderling garant te staan en dan volgt een beroep op de rijksoverheid / gemeenten.

De commissie heeft zich de vraag gesteld of andere vormen van garantieverstrekking voordelen kunnen bieden. Daarbij geldt als randvoorwaarde geen materiële uitbreiding van de overheidsexposure. Individuele woningcorporaties kunnen in deze variant de benodigde (onderhandse) financiering rechtstreeks verkrijgen via een op te richten entiteit die zorg draagt voor borging en bundeling van de financiering. Deze entiteit zou zich hierbij kunnen beperken tot WSW-geborgde financiering omdat deze reeds een achtervang van de staat kent; randvoorwaarde is immers dat er geen materiële uitbreiding optreedt van de overheidsexposure.

De WSW 'transformeren' naar staatsgegarandeerde obligaties kan het makkelijker maken om Nederlandse en buitenlandse beleggers aan te trekken, vanwege transparantie en liquiditeit, en zou mogelijk de *funding* kosten van WSW-geborgde financiering kunnen laten dalen. Daarbij moeten de effecten op de risico's voor de verschillende partijen nog in beeld worden gebracht. Ten slotte biedt dit alternatief mogelijk meerwaarde voor woningcorporaties als alternatieve financieringsbron²⁰.

Het eventueel implementeren van deze variant moet getoetst worden tegen de huidige institutionele vormgeving. Het WSW staat centraal in een omvangrijke zekerheidsstructuur waarbij corporaties voordat de garanties vanuit het Rijk en de gemeenten ingeroepen kunnen worden, een grote mate van geïnstitutionaliseerde onderlinge solidariteit dragen. De sectorbanken BNG Bank en NWB Bank vormen op dit moment vrijwel volledig de toegang tot de kapitaalmarkt, waarmee in totaliteit een stelsel bestaat dat functioneert en zijn waarde, ook ten tijde van de kredietcrisis heeft bewezen. Feitelijk verzorgen de sectorbanken op dit moment *in concurrentie* de beschreven functie van bundeling, richting de eindbeleggers, echter zonder obligaties met een directe staatsgarantie. Eventuele inpassing zou hier ter dege rekening mee moeten houden, en de consequenties moeten wegen. Een afwegingskader zou onderdeel van een eventueel besluit moeten vormen met minimaal de volgende elementen:

²⁰ Alternatief naast financiering via de sectorbanken, zie paragraaf 2.3.

- Bestaan van voldoende vraag naar een alternatief financieringskanaal naast het bestaande kanaal;
- Kwantificering kosten/baten met bijzondere aandacht voor de consequenties voor de bestaande situatie, waaronder nadrukkelijk het behoud van een level playing field;
- Afweging toepassingsbereik van het nieuwe instrument: nieuwe leningen of ook bestaande inclusief borging dat daarmee verkregen liquiditeiten in de sector blijven.

Appreciatie “Alternatieve vormen van garantieverstreking”

- Deze variant kan zorg dragen voor extra / alternatieve financiering en mogelijk voor lagere financieringskosten;
- Het ligt in de rede dit alternatief pas nader te verkennen indien daartoe noodzaak ontstaat vanuit Bazel III regelgeving of vanuit behoefte van bestaande partijen aan extra of andere financiering. Daarbij dient expliciet rekening te worden gehouden met de gevolgen voor de bestaande institutionele vormgeving.

3.2 NII-route

Het vraagstuk hoe om te gaan met geborgde financiering zou ook ingebracht kunnen worden bij de ‘Nederlandse Investeringsinstelling’ (NII). De NII heeft als mandaat op een praktische wijze aanbod door institutionele beleggers en vraag naar met name lange termijn financiering door investeerders bijeen te brengen door bundeling van kennis, standaardisatie, beoordeling van proposities en de vorming van benodigde schaalgroottes en risicospreiding²¹.

Appreciatie “NII-route”

- Vanuit het mandaat kan NII nagaan of andere vormen van garantieverstreking (*dan bijvoorbeeld de huidige WSW borging*) voordelen kunnen bieden. Daarbij dient expliciet rekening te worden gehouden met de gevolgen voor de bestaande institutionele vormgeving.

3.3 Inflatie gerelateerde financiering

Voor woningcorporaties is inflatie een belangrijke factor in de financiële huishouding. Het is gebruikelijk dat de inkomende huren aan de verandering van het prijspeil worden aangepast en dat maakt de inkomsten ‘inflatiegevoelig’. Omdat de inflatie nooit precies is in te schatten, zeker niet op langere termijn, kunnen hieruit mee- en tegenvallers ontstaan voor een corporatie. Deze mee – en tegenvallers zullen deels wegvallen tegen uitgaven die ook meebewegen met de inflatie en door herfinanciering van leningen, waarbij in nieuwe tarieven nieuwe inflatieverwachtingen zijn verwerkt. Er kan echter sprake zijn van een restryctie dat corporaties mogelijk willen wegnemen. Institutionele

²¹ Kamerbrief 23 september 2013, BBR / 13161053 De oprichting van de Nederlandse Investeringsinstelling en andere resultaten uit het overleg van het kabinet met institutionele beleggers.

beleggers (*i.h.b. pensioenfondsen*) kennen feitelijk de tegenovergestelde situatie. De pensioenverplichtingen, de uitgaven, groeien met de inflatie door de indexatieambitie van de fondsen.²² Voor hun inkomsten is deze relatie nagenoeg afwezig.

Op basis van de bovenstaande overwegingen is het aan te raden dat woningcorporaties en beleggers gaan onderzoeken of een voor beide partijen acceptabele business case voor indexeringen kan worden samengesteld. De betrokkenheid van het WSW is hierbij noodzakelijk, zodat de partijen reeds gaande het proces duidelijkheid (kunnen) krijgen omtrent vooral de haalbaarheid van een dergelijke business case bij toetsing door het WSW. De WSW toetst immers elke nieuwe leningsvorm aan het beginsel van 'optimale financiering', waarbij kosten en risico belangrijke toetspunten zijn. Het gaat dan om de vraag of deze nieuwe leningsvorm goedkopere financiering kan bieden, tegen een bepaald niveau van risico, ten opzichte van de reguliere financiering. Een aandachtspunt daarbij is de (*formele*) inpasbaarheid in de beleidsregels derivaten voor woningcorporaties: hier is mogelijk dat regelgeving bedoeld om onverstandige risico's te voorkomen ook potentieel verstandige risicobeheersingsmaatregelen uitsluit.

De commissie roept institutionele beleggers en woningcorporaties op om in samenwerking met de WSW de bedoelde business case op te stellen. Indien daaruit daadwerkelijk zou blijken dat indexeringen een bijdrage kunnen leveren aan zowel de doelstelling van de institutionele beleggers als een betere risicobeheersing en financiering van woningcorporaties, dan adviseert de commissie aan de Minister om indexeringen binnen de regelgeving mogelijk te maken. De commissie realiseert zich dat hiervoor een positief advies van CFV/WSW benodigd zal zijn op basis van genoemde concrete business case. Tot slot adviseert de commissie dat deze mogelijkheid zo zal worden vormgegeven, dat betrokken woningbouwcorporaties moeten beschikken over een professioneel treasury management.

Overigens zij opgemerkt dat het advies betrekking heeft op corporaties met een DAEB business case (de toegelaten instelling met daarbinnen een administratief afgescheiden niet-DAEB-tak); de genoemde regelgeving geldt in principe niet voor een business case waarbij de niet-DAEB activiteiten juridisch zijn afgescheiden.

²² Zie ook 'Brief over beleggingsbeleid pensioenfondsen en toezicht DNB' d.d. 4 november 2013 in het kader van het verzoek van de Minister voor Wonen en Rijksdienst over het toezicht door DNB en in hoeverre dit investeringen van pensioenfondsen in de vrije huursector belemmert.

Appreciatie “Inflatiegerelateerde financiering”

- Door een verstandige benutting van inflatiegerelateerde financiering kunnen mogelijk zowel corporaties als institutionele beleggers in financiële zin stabiel worden;
- De commissie roept institutionele beleggers en woningcorporaties op om in samenwerking met de WSW de bedoelde business case op te stellen. Indien daaruit daadwerkelijk zou blijken dat indexeringen een bijdrage kunnen leveren aan zowel de doelstellingen van de institutionele beleggers als een betere risicobeheersing en financiering van woningcorporaties, dan adviseert de commissie aan de Minister om indexeringen binnen de regelgeving mogelijk te maken. De Commissie realiseert zich dat hiervoor een positief advies van CFV/WSW benodigd zal zijn op basis van genoemde concrete business case.

3.4 Gemengd woningfonds

Het concept voor een gemengd woningfonds bestaat uit de oprichting van een fonds, waarin de niet-DAEB portefeuilles van corporaties ondergebracht kunnen worden²³. De corporatie speelt zo vastgelegde middelen vrij.

Het fonds dient te bestaan uit geliberaliseerde en potentieel te liberaliseren corporatiewoningen. Corporaties en institutionele beleggers, Nederlandse en mogelijk ook buitenlandse kunnen gezamenlijk deelnemen in het fonds. De corporatie verkoopt aan het ‘gemengd woningfonds’. De corporatie blijft wel verbonden, omdat zij voor maximaal de helft verschaffer van het eigen vermogen van het fonds zal zijn. Op dit moment is het voorstel 20% van de waarde van het fonds als vermogen in te laten brengen door de corporaties. De corporatie krijgt een deel van de verkoopopbrengst betaald in de vorm van participaties in het fonds en niet in contanten. (*Institutionele*) beleggers leveren het andere deel van de eigen vermogen financiering.

Daarnaast bestaat er inbreng van vreemd vermogen in het fonds om zo de behoefte aan eigen vermogen te beperken. Door een vreemd vermogen aandeel van circa 40% te kiezen blijven de kosten voor deze vermogens inbreng op een redelijk niveau. Hogere leverage percentages zouden het risico karakter van het fonds veranderen.

Voor het vreemd vermogen kan ook gekeken worden naar de mogelijkheid van inflatie gerelateerde financiering (*paragraaf 3.3*). Een dergelijk fonds kan, als de levensvatbaarheid is aangetoond, in ruim zes maanden gereed zijn onder voorbehoud van de benodigde goedkeuringen en de beschikbaarheid van de financiering. De levensvatbaarheid zal sterk afhangen van de mate van transparantie van het concept.

Restricties pilot gemengd woningfonds

Er werken momenteel acht corporaties, een drietal fondsmanagers en diverse institutionele beleggers aan een pilot voor een gemengd woningfonds. De betrokken partijen geven aan tegen een aantal restricties vanuit regelgeving aan te lopen die bepalend zijn voor de levensvatbaarheid van een dergelijk woningfonds:

²³ De voorgestelde verkoop- en splitsingsregels staan een mix tot 10 % DAEB toe.

- Van belang is welke verkoopregels van toepassing zijn als er een percentage DAEB woningen in de complexen van een portefeuille zit. Daarbij spelen de taxatie en de toegestane verkoopprijs een belangrijke rol. Alleen als een complex minder dan 10% DAEB woningen bevat, wordt het hele complex volgens de nieuwe voorgestelde verkoop- en splitsingsregels getaxeerd op marktwaarde en geldt deze waarde als minimale verkoopprijs. Voor het gemengd woningfonds wordt deze regelgeving als knellend beschouwd, omdat de complexen die corporaties in willen brengen in de portefeuille in een aantal gevallen een percentage DAEB woningen tussen 20 en 25% bevatten. Voor de levensvatbaarheid van de pilot is het daarom van belang dat alle complexen in de portefeuille op marktwaarde kunnen worden gewaardeerd, ook als er complexen in de portefeuille zitten met een percentage DAEB dat hoger ligt dan 10%;
- De verkoop- en splitsingsregels bepalen verder dat woningen openbaar moeten worden aangeboden, bijvoorbeeld in de krant. Voor de pilot is dit niet uitvoerbaar, omdat partijen in onderling overleg een fonds vormen. In dit geval moet er van afgeweken mogen worden. Uiteraard moet de marktconformiteit van de "verkoop" wel getoetst worden aan de hand van taxaties;
- Corporaties die gezamenlijk een fonds vormen komen niet uit hetzelfde werkgebied. Dit zou kunnen worden aangemerkt als actief worden in een ander werkgebied waar expliciet toestemming voor vereist is met een stevige procedure met ongewisse uitkomst. Het advies zou moeten zijn dit niet als zodanig aan te merken in een dergelijke fonds participatie. Deze regelgeving is niet van toepassing als geparticipeerd wordt vanuit een door de corporatie op te richten vennootschap;
- Voor goedkeuring van de verkoop wordt een visie van gemeenten gevraagd. In deze pilot zullen meerdere gemeenten betrokken zijn. Het gevaar dreigt dat het op een lijn brengen van de gemeenten veel tijd kost en mogelijk tot een extra eisenpakket zou kunnen leiden. Het initiatief zou een vrijstelling moeten krijgen op deze bepaling;
- De verkoop van de niet-DAEB portefeuilles aan het gemengde fonds maakt liquiditeit vrij voor de corporaties om te benutten voor de kernactiviteiten van de corporatie. Dit heeft weinig effect als toetsende instanties, Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV) en WSW, eisen dat voor een vergelijkbaar bedrag aan leningen dient te worden afgelost. Medewerking van de betreffende toezichthouders vooraf is van belang om werkbare afspraken te maken, die de solvabiliteit van de corporatie niet in het geding brengen maar niet leiden tot het (volledig) aflossen van de leningen.

Appreciatie "gemengd woningfonds"

- Het gemengd woningfonds kan verkoop van woningen door corporaties beter mogelijk maken;
- Er wordt momenteel gewerkt aan een pilot, waarbij betreffende partijen aangeven nog tegen een aantal mogelijke belemmeringen vanuit regelgeving aan te lopen, zoals de inbreng van DAEB woningen, restricties inzake werkgebied, visie van gemeenten bij verkoop en aflossingsplicht op bestaande leningen bij verkoop.

3.5 Erfpacht

Via het bestaande concept van erfpacht bestaat een mogelijkheid kapitaal vrij te spelen voor eigenaar/verhuurders. Erfpacht kan worden toegepast op niet-DAEB woningen.

Een eigenaar/verhuurder verkoopt in dit model zijn grond en krijgt de koopsom contant in handen. De nieuwe eigenaar van de grond financiert zich met schuldtitels aan institutionele beleggers. Jaarlijks betaalt de eigenaar/verhuurder (van de opstal) een canon voor de grond, deze canon kan geïndexeerd worden voor inflatie. De eigenaar/verhuurder kan de indexatie financieren uit de eveneens geïndexeerde huurinkomsten. Opgemerkt moet worden dat erfpacht alleen mogelijk is indien de financiering van de opstal mogelijk blijft.

Door de commissie AFW-II is gekeken naar een initiatief dat gebruik maakt van het concept van erfpacht, maar hiervan zijn echter enkel nog de contouren duidelijk. Zo is nog geen uitgewerkte casus voorgelegd aan het CFV en/of het WSW ten behoeve van een taxatie van de haalbaarheid. Daarnaast is het vooralsnog de vraag in hoeverre institutionele beleggers in dit initiatief geïnteresseerd zullen zijn, met name doordat een gedetailleerde uitwerking ontbreekt. Om die reden is door partijen in het veld het initiatief genomen om in een kleine werkgroep het erfpacht concept nader uit te werken.

Appreciatie "Erfpacht"

- Het concept van erfpacht kan behulpzaam zijn, vooralsnog is er nog te veel onduidelijk, zo ontbreekt een gedetailleerde uitwerking.

3.6 De corporatiehypotheek

Dit initiatief richt zich op de verkoop van corporatiewoningen aan de huidige huurders. De hypotheekvorm wijkt af van gangbare hypotheek. Zo kan de corporatie een terugkoopplicht houden of delen in waardevermindering van de woning, deze modaliteiten zijn naar keuze van de corporatie in te vullen. Een aantal varianten wordt momenteel reeds aangeboden. Financiering via gangbare kanalen kan door specifieke elementen soms lastig zijn. De corporatiehypotheek zou kunnen worden verstrekt door een aparte entiteit²⁴ die zich bijvoorbeeld kan financieren via institutionele beleggers. De beleggers verstrekken dan whole loan financiering met een laag risicoprofiel. Dit vergroot de beschikbaarheid van financiering voor dit soort koopvarianten. Alle hypotheekvarianten zullen verstrekt worden onder de NHG. Ook aansluiting bij beproefde varianten als Koopgarant en Slimmer Kopen is een interessante mogelijkheid om te overwegen. In zijn algemeenheid geldt dat fiscale regelgeving (*afrekbaarheid rente door consument*) goed geborgd moet zijn. Daarnaast verdient het aanbeveling zoveel mogelijk te komen tot standaardisatie van voorwaarden.

Appreciatie "De corporatiehypotheek"

- Dit initiatief is interessant mede doordat het aansluit bij gangbare financieringsvormen;
- De interesse onder partijen wordt nog gepeild;
- Het is wellicht verstandig eerst op kleine schaal proef te draaien;
- Voor zover de commissie thans kan overzien is er geen aanpassing nodig van wet- en regelgeving.

²⁴ Volledigheidshalve wordt opgemerkt dat deze entiteit over de benodigde vergunningen zal moeten beschikken.

3.7 Securitatie vormen

Securitisatie betreft het herverpakken van een of meerdere leningen in verhandelbare effecten, doorgaans voorzien van externe ratings. Hoewel dit instrument in een kwaad daglicht is komen te staan in de kredietcrisis, zijn er concrete redenen om securitisatie als interessant financieringsalternatief te beschouwen.

Allereerst hebben securitisaties van Nederlandse woninghypotheken internationaal een zeer goede reputatie door hun solide performance. De hoeveelheid nieuwe emissies is daarentegen gedaald, mede als gevolg van lagere hypotheekproductie en andere voor handen zijnde financieringsinstrumenten zoals *covered bonds*. Daarnaast is de regelgeving ten aanzien van securitisaties de laatste tijd sterk verbeterd, waardoor zowel voor emittenten als investeerders dit product aan belang heeft herwonnen. Tot slot hebben institutionele beleggers de afgelopen jaren een grote interesse getoond voor securitisatie transacties van verhuurde woningen in het buitenland²⁵.

Securitisaties kunnen op verschillende wijzen voor niet-DAEB activiteiten worden ingezet. Voor de hand liggend is om te bezien of in de financieringsbehoeften van individuele corporatie kan worden voorzien middels een securitisatie (*zogenaamde 'single-borrower' transacties*) en of beleggers voldoende interesse hebben. Daarbij moet een corporatie over voldoende kennis beschikken om de risico's van deze producten adequaat te kunnen beheersen. Een grotere toegevoegde waarde zou securitisatie echter mogelijk kunnen bieden door gelijktijdig in de financieringsbehoefte te voorzien van meerdere corporaties (*'multi-borrower' transacties*), waarin leningen aan verschillende corporaties worden gebundeld. Kritische succesfactoren om een securitisatie succesvol bij beleggers te plaatsen is het verkrijgen van schaal. Een single-, danwel multi-borrower transactie zal een minimum omvang moeten hebben van circa Euro 300 miljoen.

De economisch aantrekkelijkheid van securitisaties van verhuurde woningen wordt aangetoond door de recent bij beleggers geplaatste transacties. Bij de drie meest recente transacties bedroegen de kredietopslagen tot een 'LTV' van circa 40% rond de 100 tot 115 basispunten. Voor een 'LTV' van 60% bedroeg dit tussen de 130 en 150 basispunten.

Appreciatie "Securitisatie"

- Dit Prijsstechnisch interessant alternatief dat mede schaalbaar kan worden gemaakt voor kleinere corporaties;
- Duidelijk aantoonbare vraag vanuit institutionele beleggers;
- Product wordt als complex gezien en kampt nog steeds met een slechte reputatie;
- Voor zover de commissie thans kan overzien is er geen aanpassing nodig van wet- en regelgeving.

²⁵ In de afgelopen 3 jaar zijn verschillende 'CMBS' transacties van Duitse verhuurde woningen bij institutionele beleggers geplaatst. In totaal is hiermee voor meer dan Euro 5 miljard aan financiering aangetrokken.

4. Aanbevelingen

Er is momenteel nog geen sprake van urgente financieringsknelpunten. De sectorbanken hebben de woningcorporaties afgelopen jaren adequaat kunnen voorzien in hun (geborgde) financieringsbehoefte en verwachten dat ook in de toekomst te kunnen blijven doen. Daarnaast zijn er recent gunstige signalen vanuit binnenlandse en buitenlandse beleggers om te investeren in het middeldure huursegment. Dit neemt niet weg dat de huidige financiering mogelijk efficiënter kan. Daarnaast is het met het oog op de toekomstige toename in de financieringsbehoefte in het niet-DAEB segment verstandig alternatieve financieringsmogelijkheden te verkennen.

Dit rapport geeft hiertoe een overzicht van alternatieve financieringsarrangementen en geeft aan waar knelpunten en kansen liggen. Nadat duidelijkheid is ontstaan over alle (aanstaande) veranderingen in wet- en regelgeving is het aan met name de corporaties om in de komende tijd hun positie naar de toekomst helder te krijgen en op basis daarvan de behoefte aan een of meerdere van de beschreven alternatieve financieringsarrangementen aan te geven. Institutionele beleggers kunnen hierbij vanuit hun eigen verantwoordelijkheid meedenken en mogelijk faciliteren. Onderstaand volgen specifieke aanbevelingen van de commissie.

Alternatieve vormen van garantieverstrekking van de bestaande WSW borgstelling (3.1) en de NII-route (3.2) zijn arrangementen die mogelijk zorg kunnen dragen voor extra / alternatieve financiering en mogelijk voor lagere financieringskosten. Het ligt in de rede deze routes pas nader te verkennen indien daartoe noodzaak ontstaat vanuit Bazel III regelgeving of vanuit behoefte van bestaande partijen aan andere financiering. Daarbij dient expliciet rekening te worden gehouden met de gevolgen voor de bestaande institutionele vormgeving.

Het concept van erfpacht (3.5) kan behulpzaam zijn, maar vooralsnog ontbreekt een gedetailleerde uitwerking. Om die reden is door partijen in het veld het initiatief genomen om in een kleine werkgroep dit concept nader uit te werken. Arrangementen die door betrokken partijen opgepakt kunnen worden zonder dat aanpassing in wet- en regelgeving nodig is en zonder afhankelijkheid van andere initiatieven zijn de corporatiehypotheek (3.6) en securitisatie (3.7).

Andere mogelijk interessante arrangementen zijn inflatiegerelateerde schuld (3.3) en het gemengd woningfonds (3.4). De mogelijkheid hiervan hangt echter op bestaande wet- en regelgeving. Inzake inflatiegerelateerde schuld roept de commissie institutionele beleggers en woningcorporaties op om in samenwerking met de WSW een business case op te stellen. Indien daaruit daadwerkelijk zou blijken dat indexleningen een bijdrage kunnen leveren aan zowel de doelstelling van institutionele beleggers als een betere risicobeheersing en financiering van woningcorporaties, dan adviseert de commissie aan de Minister om indexleningen binnen de regelgeving mogelijk te maken. De haalbaarheid van een gemengd woningfonds wordt vergroot als belemmeringen door onder meer de voorgestelde verkoop- en splitsingsregels, naast andere bepalingen die gelden bij verkoop van woningen, worden weggenomen.

Gebruikte afkortingen

AFW-II	(<i>Commissie</i>) Alternatieve Financieringsarrangementen Woningmarkt II
AMvB	Algemene Maatregel van Bestuur
BNG Bank	Bank Nederlandse Gemeenten
CFV	Centraal Fonds Volkshuisvesting
CMBS	Commercial Mortgage Backed Securities
DAEB	Diensten van Algemeen Economisch Belang
DNB	De Nederlandsche Bank
LTV	Loan to Value (<i>Ratio</i>)
NII	Nederlandse Investeringsinstelling
NWB Bank	Nederlandse Waterschap Bank
WOZ	(<i>Wet</i>) Waardering Onroerende Zaken
WSW	(<i>Stichting</i>) Waarborgfonds Sociale Woningbouw
WWS	Woningwaarderingstelsel