

Investeren in verduurzaming DAEB-bezit kent grenzen

*Geactualiseerd onderzoek WSW naar
duurzaamheidsinvesteringen door corporaties*



Samenvatting

Investerings van corporaties in duurzaamheid kent zijn grenzen: de ambitie om het DAEB-bezit van alle woningcorporaties in 2030 op gemiddeld energielabel A te brengen is niet haalbaar. Dit scenario leidt tot een toename van de investeringsdruk en van de financiële en bedrijfsrisico's bij corporaties. Ook is in dit scenario geen rekening gehouden met nieuwbouw buiten de huidige corporatieplannen. En ten slotte verschilt de haalbaarheid van de benodigde investeringen sterk per regio.

Op niveau van het borgstelsel zijn beperkte extra investeringen in duurzaamheid nog net mogelijk. Maar ook hier nemen de financiële risico's toe, wat betekent dat de kans op nieuwe verliezen in het stelsel groeit. In een uiterste geval zou dat ook consequenties kunnen hebben voor de positie van de achtervangers in het stelsel (Rijk en gemeenten).

Aanleiding

WSW deed hernieuwd onderzoek naar de impact van duurzaamheidsinvesteringen op individuele woningcorporaties en op het borgstelsel als geheel. Het betreft hier een actualisering van het onderzoek dat WSW in februari van dit jaar al publiceerde. Aanleiding dat onderzoek te actualiseren zijn de ontwikkelingen in de politiek (klimaatakkoord kabinet Rutte-III en de daarop volgende uitwerking in de klimaat Tafel voor de gebouwde omgeving) en bij de branchevereniging van woningcorporaties Aedes (de Aedes routekaart). Met uiteenlopende ambities die variëren van label B in 2021 (ons onderzoek van februari dit jaar) tot CO₂ neutraal in 2050 koos WSW voor een verdiepende analyse op één scenario: gemiddeld label A in 2030.

Beperkte extra investeringen met meer financiële risico's op stelselniveau

Uit berekeningen op basis van prognosecijfers die corporaties zelf bij WSW aanleverden (dPi2017) blijkt dat er in de komende vijf jaar € 6,9 miljard aan extra investeringen nodig zijn om op koers te liggen om het DAEB-bezit in 2030 naar gemiddeld label A te brengen. Op sectorniveau is deze € 6,9 miljard beschikbaar om de benodigde investeringen te doen. In dat geval blijft het risicoprofiel van de sector binnen de afspraken die WSW met de achtervangers (Rijk en gemeenten via de VNG) maakte over hun risicobereidheid bij het borgstelsel¹.

In figuur 1 (volgende pagina) is af te lezen dat als gevolg van de duurzaamheidsinvesteringen het inbare kapitaal vanuit de huidige situatie daalt van € 5,6 miljard (dPi2017) naar € 4,7 miljard (scenario 2)². Door de extra investeringen zijn er meer corporaties die hun maximale financiering bereiken (ze raken een van de financiële ratio's) en dan vervolgens niet meer kunnen bijdragen aan het borgstelsel mochten zich problemen voordoen.

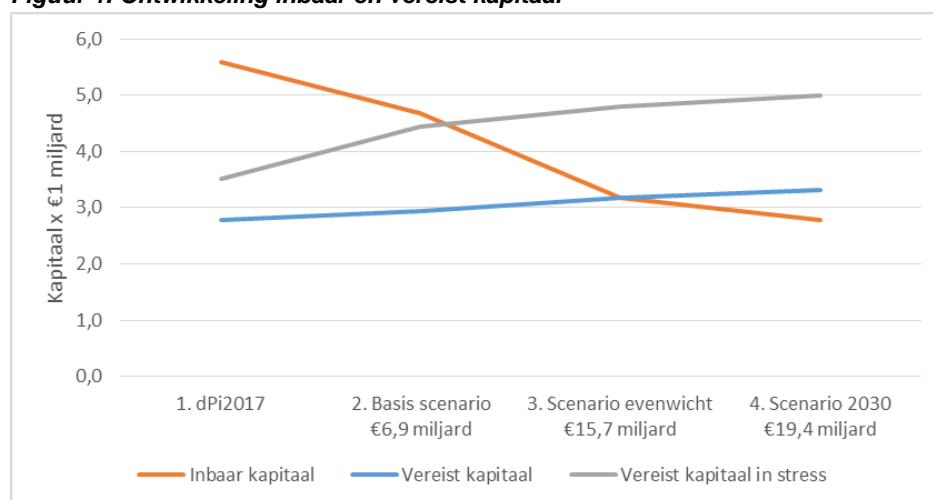
Vervolgens valt af te lezen dat het 'vereist kapitaal' stijgt, zij het beperkt. Nadat corporaties de extra € 6,9 miljard aan duurzaamheidsinvesteringen hebben gefinancierd daalt hun rating en neemt de 'kans op een aanspraak' toe. Er is meer kapitaal vereist om een hoger risicoprofiel in het stelsel te kunnen dragen. Op basis van deze ingeschatte benodigde investeringen is het inbaar kapitaal ook na deze

¹ In deze afspraken is vastgelegd dat WSW er voor moet zorgen dat zijn inbare risicokapitaal (eigen vermogen WSW, obligo en saneringssteun) met een aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid groter is dan zijn vereiste risicokapitaal (de schatting van de verliezen in het stelsel, gegeven het zekerheidsniveau), gebaseerd op de methodologie van Standard & Poors' en de Basel II-richtlijnen voor financiële instellingen. Zodra het inbare kapitaal lager wordt dan het vereiste kapitaal kan WSW geen geborgde financiering meer verstrekken en zal de burger moeten werken aan een herstel van zijn kapitaalpositie. Dit kan in het uiterste geval betekenen dat WSW moet aankloppen bij de achtervangers (Rijk en gemeenten) Bij de bepaling van het inbare kapitaal is er vanuit gegaan dat corporaties in bijzonder beheer en corporaties die niet voldoen aan de voorwaarden voor reguliere borging niet bijdragen.

² Zie voor een toelichting op de vier scenario's: bijlage 1.

investeringsen nog groter dan het vereist kapitaal en voldoet WSW nog steeds aan de afspraken met de achtervang³. Maar door het toenemen van de financiële risico's, neemt de kans op een aanspraak bij WSW toe, en daarmee de kans op nieuwe verliezen in het stelsel. In een uiterste geval zou dat ook consequenties kunnen hebben voor de positie van de achtervangers in het stelsel (Rijk en gemeenten).

Figuur 1. Ontwikkeling inbaar en vereist kapitaal



Naast de huidige economische uitgangssituatie moet WSW in de voorlopige afspraken met de achtervang ook voldoen aan de kapitaalsvereisten in meer pessimistische scenario's. In een stresstest waarin de twee grootste corporaties in de financiële problemen komen, beoordelen we dezelfde toereikendheid van het risicokapitaal (vereist kapitaal in stress). Het stelsel beschikt in deze test, na de berekende investeringen in het basis scenario, nog net over voldoende kapitaal om te voldoen aan de risicobereidheid. De investeringen in duurzaamheid komen hierdoor meer onder druk te staan (zie figuur 1).

We hebben ook uitgerekend wat er zou gebeuren wanneer corporaties de totale extra investeringen van € 19,4 miljard om te komen tot gemiddeld label A in 2030 versneld uitvoeren in de periode 2018 tot en met 2022. Uit deze berekeningen blijkt dat dit op stelselniveau niet mogelijk is (scenario 4). Ondanks dat dit scenario niet realistisch is, geeft dit wel aan dat er ook op stelselniveau grenzen zitten aan de omvang en het tempo van de duurzaamheidsinvesteringen.

WSW berekende ook de maximale extra investeringen in de komende vijf jaar op basis van de afspraken in het borgstelsel bedragen en komt dan op een bedrag van € 15,7 miljard (scenario 3). Dit bedrag is exclusief stress, wat betekent dat bij verslechtering van macro-economische omstandigheden of onverwachte bedrijfsspecifieke verslechtering het in het stelsel beschikbare risicokapitaal in dit geval toch onvoldoende zou zijn. Zou zich een dergelijke situatie voordoen dan kunnen corporaties alleen nog investeren vanuit hun operationele kasstromen. Wanneer de balans tussen inbaar en vereist kapitaal is bereikt kan WSW als borger geen nieuwe leningen meer borgen.

³ De hier opgenomen berekeningsmethodiek is ontwikkeld in afstemming met de achtervangers en een extern adviesbureau. In het derde kwartaal van 2018 ronden we een externe validatie op deze methodiek af. WSW maakt op basis van de aanbevelingen uit deze validatie, nieuwe afspraken met de achtervangers over de toereikendheidstoets en richt hierop de modellering en scenario's in. We houden hierbij ook rekening met de stelselwijzigingen, waaronder de beschikbaarheid van saneringssteun, als gevolg van de nieuwe Woningwet.

Lang niet alle corporaties kunnen extra investeren

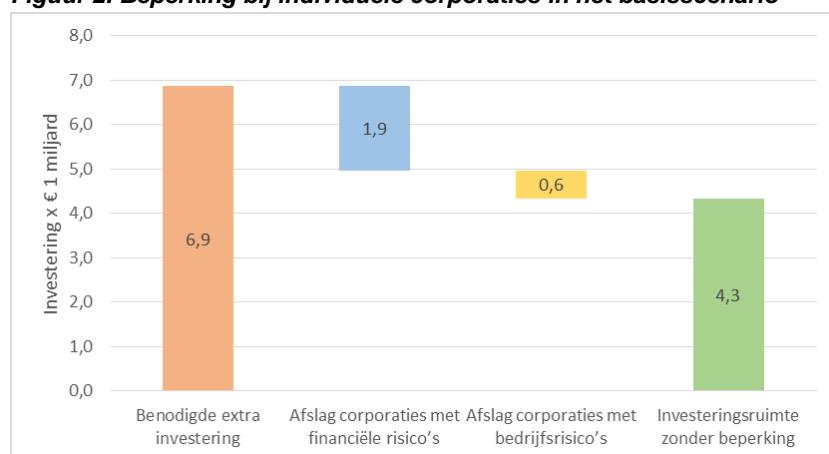
Wanneer we op individueel corporatieniveau kijken wat er gebeurt wanneer we van corporaties zouden vragen om in 2030 gemiddeld label A te halen, dan blijkt dat zelfs in dit scenario de investeringsopgave voor in totaal 55 corporaties al niet haalbaar is (zie ook 'meer investeringsdruk' hierna). Dit betreft 18,1% van het DAEB-bezit. Hiervan hebben 27 corporaties in de huidige situatie zonder aanvullende investeringen in duurzaamheid al een zwakke financiële positie (één of meerdere overschrijdingen op de financiële ratio's). Daarnaast is in het doorgerekende scenario nog geen rekening gehouden met de ambities op het gebied van nieuwbouw, wat de mogelijkheden tot investeren in duurzaamheid verder beperkt.

In scenario 4, waarin we aannemen dat corporaties hun investeringen vervroegen naar de periode 2018-2023 om gemiddeld label A in 2030 te halen, blijkt dit voor maar liefst 112 corporaties financieel niet haalbaar. Dit betreft 53,6% van het DAEB-bezit. Deze optie is dus niet alleen op stelselniveau niet realistisch maar ook niet als we kijken naar individuele corporaties.

Meer investeringsdruk bij corporaties

De extra inspanningen voor duurzaamheid bovenop dPi2017 leiden samen met alle andere activiteiten van corporaties (onder meer nieuwbouw volgens de nationale woonagenda, instandhouding en renovatie) tot een vergroting van de investeringsdruk en tot een beperking van hun financiële slagkracht. In de analyses is nog geen rekening gehouden met bijvoorbeeld de nieuwbouwopgave die niet in de dPi zijn verwerkt. Corporaties die maximaal gebruik maken van hun financiële mogelijkheden en op of over de grens van hun financiële risico's zitten lopen het risico dat WSW nieuwe leningen niet meer kan borgen waardoor zij mogelijk bestaande prestatieafspraken met gemeenten niet langer volledig kunnen nakomen (zie figuur 2).

Figuur 2. Beperking bij individuele corporaties in het basisscenario



We berekenden hiervoor al dat 55 corporaties hun extra duurzaamheidsinvesteringen vanuit hun financiële situatie niet volledig kunnen realiseren in de komende vijf jaar. Dit betekent concreet dat de gezamenlijke ambitie om het totale DAEB-bezit van alle corporaties in 2030 gemiddeld op gemiddeld label A te krijgen niet haalbaar is. Anders gezegd: ruim 27% van alle investeringen ligt bij corporaties die daarvoor geen of onvoldoende financiële ruimte hebben. Wanneer we ook rekening houden met de

mogelijke beperkingen vanuit de bedrijfsmatige risico's (zie volgende paragraaf) ligt zelfs 37% van de investeringen (totaal € 2,5 miljard) bij corporaties waarbij dit niet (volledig) haalbaar is.

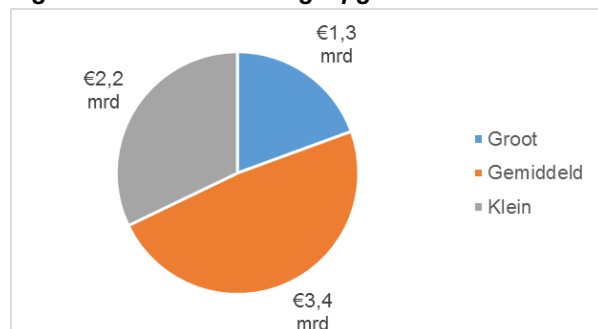
Bedrijfsrisico's bij corporaties nemen toe

Investeringsopgaven in duurzaamheid leiden op onderdelen ook tot grotere bedrijfsrisico's. De investeringsopgave om te komen tot gemiddeld label A in 2030 betekent een aanzienlijke toename van de investeringen voor corporaties. Bij een grotere transitieopgave van hun DAEB-bezit is een succesvolle realisatie onzekerder (met potentieel negatieve consequenties voor de kasstromen) omdat niet alle corporaties daar qua organisatie en capaciteit voldoende voor zijn toegerust.

WSW maakt jaarlijks een risicobeoordeling voor alle individuele corporaties. We kijken bij het transitieprogramma onder andere naar de omvang van de huidige opgave (uitgaande van de investeringen verwerkt in de dPi) waar nog geen rekening is gehouden met de extra investeringen in duurzaamheid.

Figuur 3 laat een verdeling zien van de aanvullende investeringen die nodig zijn voor realisatie van gemiddeld energielabel A in 2030, uitgesplitst naar de beoordeling van de omvang van het huidige investeringsprogramma (dPi2017). Corporaties die nu een kleine transitie inrekenen zijn gemiddeld genomen organisatorisch niet ingericht op een forse uitbreiding van het investeringsprogramma. Het grootste deel van de extra investeringen ligt bij corporaties met een gemiddeld of klein investeringsprogramma.

Figuur 3. Extra investeringsopgave naar beoordeling op huidige investeringsopgave in dPi2017



Uit een verdere bestudering van bedrijfsrisico's blijkt dat er ook zorgen zijn over de beheersing van duurzaamheidsinvesteringen wanneer die toenemen in vergelijking met de huidige inspanningen die corporaties op dit terrein doen. Zowel voor kleine als grote corporaties is de verduurzaming een grote organisatorische opgave met een breed scala aan zaken om rekening mee te houden. Denk onder meer aan afstemming met bezit in de buurt, afstemming op warmtenetten, bewonersoverleg, technische (on)mogelijkheden en bezit dat deels uitgepond is.

Regionale verschillen blijven behoorlijk

Bij alle scenario's is er sprake van behoorlijke regionale verschillen waar het gaat om investeringen in verduurzaming van DAEB-bezit door woningcorporaties in 2030. In ons onderzoek van februari 2018 rapporteerden we hier meer in detail over. Omdat de geactualiseerde berekeningen het beeld uit februari bevestigen beperken we ons in dit onderzoek tot een korte vergelijking daarmee.

Net als in februari valt op dat de grote investeringsopgave in duurzaamheid ligt in de woningmarktregio's Metropool Amsterdam en Haaglanden/Midden-Holland/Rotterdam. In deze gebieden zien we ook een concentratie van corporaties met een beperkte financiële positie. Deze regio's kennen een grote concentratie corporaties die WSW kenmerkt als bijzonder beheer (risicoklasse 'rood') die zich met name richt op financieel herstel. Hetzelfde geldt voor de woningmarktregio Zuid Limburg.

Andere scenario's

WSW rekende op verzoek nog enkele andere scenario's door waarvan we de resultaten weergeven in bijlage I. Opvallend daarin is dat met name de halvering van de verhuurdersheffing een significante positieve invloed heeft op de haalbaarheid van investeringen door corporaties om in 2030 gemiddeld energielabel A te halen.

In het onderzoek beperkte WSW zich tot scenario's gericht op energielabels om inzicht te geven in de impact van duurzaamheidsinvesteringen op de financiële gezondheid van woningcorporaties en het borgstelsel. WSW ziet er toegevoegde waarde in om ook scenario's zoals de 'Aedes routekaart 2050' door te rekenen. Op basis van gegevens van woningcorporaties geeft deze routekaart een beeld van de duurzaamheidsopgave bij corporaties uitgesplitst naar soorten bezit en met 2050 als einddatum.

Samenvattend: onze hoofdconclusie

Onderzoek wijst uit dat Investeren in verduurzaming vooralsnog veelal onrendabel zijn. Hierdoor gaan corporaties achteruit in hun financiële gezondheid wanneer zij de in dit rapport becijferde extra investeringen doen om in 2030 gemiddeld label A te halen.

Het herstel hiervan is beperkt wanneer we rekening houden met de verwachte blijvende investeringsopgave in duurzaamheid tot en met 2050. Corporaties kunnen hun huren maar gedeeltelijk verhogen (wettelijke beperkingen) na de gepleegde investeringen. Ook het genereren van kasstromen uit verkoop-nieuwbouw of sloopnieuwbouw is beperkt. En ten slotte moeten corporaties rekening houden met andere verplichtingen en ambities zoals investeringen in nieuwbouw, groot onderhoud en renovatie en reserveringen voor saneringssteun, voor de verhuurdersheffing en voor de vennootschapsbelasting.

De hierboven uitgewerkte conclusies uit ons onderzoek brengen ons tot de hoofdconclusie: er zitten duidelijke grenzen aan de financiële mogelijkheden om te investeren in duurzaamheid. Dat geldt voor het borgstelsel als geheel en voor individuele corporaties.

Verantwoording

In de nieuwe berekeningen maakt WSW gebruik van de informatie die 312 deelnemende corporaties aan WSW beschikbaar stelden in hun prognoses over 2018-2022 (dPi2017). We beperken ons tot een duurzaamheidsambitie voor het DAEB-bezit van corporaties. In de analyses beschrijven we onder meer welke inkomsten en uitgaven corporaties de komende jaren plannen, afgeleid uit de opgaven volgens het kasstroommodel. Vervolgens zijn meerdere scenario's doorgerekend met aanvullende duurzaamheidsinvesteringen om de in het scenario genoemde ambitie te realiseren. Deze aanvullende maatregelen komen bovenop de in de dPi aangegeven investeringen.

Bijlage I Cijfers diverse doorgerekende scenario's.

Bijlage II Verantwoording onderzoek

Bijlage I Cijfers diverse doorgerekende scenario's

In het onderzoek is gerekend met verschillende scenario's om inzicht te krijgen in de impact op de risico's in het stelsel. In onderstaande tabel zijn de uitkomsten voor vier scenario's opgenomen. In verdiepende analyses is er op basis van deze scenario's gerekend met aanvullende effecten op de financiële positie van corporaties.

Scenario dPi2017 (1)

In dit scenario rekenen we met de investeringsopgave, zoals deze is opgegeven in dPi2017.

Basisscenario (2)

In dit scenario worden aanvullende investeringen ingerekend (bovenop dPi2017) gericht op het bereiken van een gemiddeld label A in 2030. De benodigde investeringen zijn voor de verschillende jaren tot en met 2030 in gelijke stukken verdeeld, de investeringen tot en met 2022 zijn ingerekend in de financiële positie.

Scenario evenwicht (3)

De omvang van de investeringen in dit scenario is niet gerelateerd aan de opgave voor een ambitie/doelstelling, maar is berekend op basis van het evenwichtspunt tussen inbaar en vereist kapitaal.

Scenario 2030 (4)

Afwijkend op het wordt er in dit scenario gerekend met een gemiddeld label A in 2030, echter met een kortere investeringshorizon. De totale benodigde investeringen tot en met 2030 worden in de periode 2018-2022 ingerekend in de financiële positie.

Uitwerking scenario's (bedragen x €1 miljard)

Scenario	Vereist kapitaal	Inbaar kapitaal	Investeringsomvang
1. Scenario dPi2017	2,8	5,6	
2. Basisscenario	2,9	4,7	6,9
3. Scenario evenwicht	3,2	3,2	15,7
4. Scenario 2030	3,3	2,8	19,4

Uitwerking scenario's in stress (bedragen x €1 miljard)

Scenario	Aantal in default	Vereist kapitaal	Inbaar kapitaal
Scenario dPi2017	Grootste corporatie	3,0	5,6
	2 grootste corporaties	3,5	5,6
Basisscenario	Grootste corporatie	3,9	4,7
	2 grootste corporaties	4,4	4,7

Andere doorgerekende scenario's

Over de financiering van duurzaamheidsinvesteringen wordt vanuit de verschillende initiatieven advies gegeven. Daarnaast zien we in de wijzigingen die de Woningwet 2015 met zich meebrengt dat saneringssteun voor corporaties met financiële problemen geen automatisme meer is.

Met deze ontwikkelingen in het achterhoofd rekende WSW een aantal varianten door op de aanvullende investeringen voor label A.

Een van de varianten gaat in op de beperkte beschikbaarheid van saneringssteun en het hierdoor zwaarder steunen op bijdragen uit het borgstelsel. Vanuit de financiële oplossingen ziet WSW de verlaging van het inbare kapitaal die dit tot gevolg heeft en die ertoe leidt dat er veel minder investeringsruimte in het stelsel beschikbaar is. WSW en de achtervangers (Rijk en VNG namens de gemeenten) maken op dit moment afspraken over hoe er in de toereikendheidstoets onder andere gerekend mag worden op saneringssteun. Dit mede in het kader van de verdere versterking van de zekerheidsstructuur onder het borgstelsel.

Daarnaast rekende WSW een variant door waarin de verhuurderheffing die corporaties jaarlijks aan de staat betalen de helft bedraagt van wat die nu is. Vooral de halvering van de verhuurderheffing zet zoden aan de dijk wanneer het gaat om de betaalbaarheid van investeringen in duurzaamheid en een gezonde financiële positie van corporaties. Het aantal corporaties dat financieel begrensd is om de volledige investeringsopgave te kunnen uitvoeren, neemt af met zes (€0,1 miljard aan investeringen). Daarnaast ontstaat er ruimte in het stelsel vanuit de afspraken met de achtervang waardoor het inbaar kapitaal toeneemt met €0,4 miljard.

Ook rekende WSW een scenario door dat uitgaat van de investeringen die corporaties tot 2030 moeten doen om op koers te liggen om alle DAEB-bezit in 2050 gasloos te maken. In dit scenario zakt op sectorniveau het inbare kapitaal onder het vereiste kapitaal om deze investeringen te doen. Op corporatieniveau betekent dit dat voor 164 corporaties deze investeringen financieel gezien onmogelijk zijn. Dit scenario is financieel derhalve niet haalbaar.

Tot slot keek WSW ook nog naar de internationale wetgeving die belastingontwijking moet tegengaan (ATAD) en die ook de corporatiesector raakt. Als gevolg van de reparatie hiervan krijgen corporaties meer financiële armslag, de invloed hiervan is echter minder groot dan van een halvering van de verhuurderheffing.

Bijlage II Verantwoording onderzoek

1. Informatie dPi 2017

In het onderzoek maakten wij gebruik van de informatie die 312 deelnemende corporaties aan WSW beschikbaar stelden in hun prognoses over 2018-2022 (dPi2017). Er zijn in de ontvangen data geen wijzigingen aangebracht voor effecten van ATAD of de verhuurdersheffing, wel in aanvullende gevoeligheid scenario's. Er wordt gerekend met een duurzaamheidsambitie voor het DAEB bezit van corporaties. In de analyses beschrijven we onder meer welke inkomsten en uitgaven corporaties de komende jaren plannen, afgeleid uit de opgaven volgens het kasstroommodel. Bij de scenario's voor 2030 en 2050 is vervolgens uitgegaan van operationele kasstromen gelijk als in 2022. Vervolgens zijn meerdere scenario's doorgerekend met aanvullende duurzaamheidsinvesteringen (bovenop het in de dPi aangegeven niveau) om de in het scenario genoemde ambitie te realiseren.

2. Uitgangspunten energie-investeringen

Algemeen:

- WSW beoordeelt in zijn onderzoek de impact van duurzaamheidsinvesteringen op de financiële ratio's. Hierbij hanteren we de gewogen kasstromen over de komende vijf prognosejaren (weging 5/4/3/2/1). We wegen de drie afgelopen realisatiejaren derhalve niet mee.
- Corporaties die in default zijn of een overschrijding hebben op een van de financiële ratio's kunnen geen geborgde financiering aantrekken om extra duurzaamheidsinvesteringen te doen.

Scenario's op basis van labelstappen:

- Bij de scenario's met labelstappen zijn de investeringen over de jaren lineair verdeeld. Dit omdat hier veelal bestaande technologie voor beschikbaar is waar geen versnellings-effect optreedt. De investeringen vinden plaats op volgorde van de kwaliteit van de labels (G-F-E-D-C-B-A). Voor het deel van het bezit waarvan het label onbekend is, wordt aangenomen dat dit eenzelfde spreiding heeft als het bezit waarvan de labels wel bekend zijn. We achten het meenemen met een gemiddelde spreiding realistischer dan het weglaten van dit bezit uit de analyse.
- Voor de benodigde energie-investeringen is aangesloten bij het onderzoek van ECN. Op basis van de geprognosticeerde samenstelling van het bezit naar energielabels uit de dPi en de door corporaties opgegeven kosten voor het energiezuiniger maken is de totale investering voor de energie-ambitie berekend.
- Bij de berekening van energie-index van een woning is het middelpunt uit de bandbreedten aangehouden. Voorbeeld: de bandbreedte voor label A is 0,8 – 1,2, we hebben hier 1,0 gehanteerd. Dit sluit aan bij het Nader Voorschrift en bij de Regeling Energieprestatie Gebouwen.
- In varianten van dit scenario berekenen we de haalbaarheid van de totale investeringsopgave tot en met 2030. We versnellen de totale investering tot en met 2030 in de periode 2018-2022 en toetsen de haalbaarheid van het bedrag op kortere termijn.

3. Effect financiële positie corporaties

- De investeringen in duurzaamheid leiden tot een verslechterde financiële positie bij woningcorporaties. De verhouding tussen het vreemd vermogen en de waarde van het onderliggende vastgoed verslechtert omdat de investeringen veelal financieel onrendabel zijn. Hierdoor hebben corporaties minder financiële ruimte om bij te dragen aan eventuele verliezen

bij andere corporaties. Het effect op de financiële positie is berekend op basis van uitgangspunten IBW 2018⁴.

- De duurzaamheidsambitie is doorgerekend voor het DAEB-bezit. Dat sluit aan bij het feit dat in de IBW 2018 aparte IBW cijfers beschikbaar zijn voor DAEB en niet-DAEB. In het onderzoek duurzaamheid wordt uitgegaan van afroaming van het vermogen van niet-DAEB tot de grens van de normen van de ratio's ten gunste van DAEB.
- De investeringen hebben (beperkte) invloed op de huren. WSW heeft hierbij aangesloten bij de operationele kasstroomfactor uit het ORTEC-rekenmodel van de IBW 2018. Dit sluit ook aan bij het onderzoek van WSW 'Hoeveel duurzaamheid kan de borg aan'⁵ van 5 februari 2018, maar wijkt af van het onderzoek van WSW uit 2016 (zoals gepubliceerd in het Perspectief op de borg), waarbij we de huren constant hielden.

4. Effect Business risks corporaties⁶

- WSW kijkt bij de beoordeling die zij periodiek van corporaties doet onder andere naar de omvang van de huidige transitieopgave (dus nog zonder aanvullende duurzaamheidsinvesteringen bovenop die nog niet in de dPi zijn ingerekend). Bij een grotere transitieopgave is een succesvolle realisatie onzekerder (met potentieel negatieve consequenties voor de kasstromen) en wordt een risico gelopen dat de woningcorporatie niet aan de mogelijk wettelijke verplichtingen op het gebied van duurzaamheid voldoet. In de beoordeling van het kunnen dragen van de aanvullende duurzaamheidsinvesteringen is er in dit onderzoek beoordeeld dat corporaties met een kleine transitieopgave minder expertise en ervaring hebben om deze uit te voeren. Daarbij moeten de corporaties met een kleinere transitieopgave in verhouding meer opschalen in capaciteit. Bij de beoordeling van de beheersing van het transitierisico van de investeringen is het oordeel in het onderzoek op dezelfde manier geïnterpreteerd als in de individuele beoordeling van corporaties.
- Gezien de forse opgave (gemiddeld ongeveer 70.000 woningen per jaar tot 2050) is de analyse van de business risks van belang. Het is een enorme opgave die veel hoger ligt dan corporaties nu uitvoeren.
- Bij de beoordeling of investeringen op basis van de score op bedrijfsrisico risicovol zijn, hebben we analoog aan de systematiek die S&P hanteert de grens gelegd bij ratings slechter dan investment grade. Dit sluit tevens aan bij methode waarop WSW dit weegt in haar risicobeoordeling en het op voorhand toekennen van uitbreiding van geborgde financiering.

5. Aansluiting bij andere onderzoeken

WSW gebruikt in zijn onderzoek de duurzaamheidsambitie als uitgangspunt. We berekenen investeringen die nodig zijn om per corporatie de doorgerekende duurzaamheidsscenario's te halen, ongeacht of betreffende corporatie borgbaar is (op de corporaties in default na). WSW heeft bij de uitgangspunten zoveel mogelijk aansluiting gezocht bij recente onderzoeken in de markt. Hieronder is voor een aantal onderzoeken aangegeven hoe het voorliggende onderzoek van WSW zich hier toe verhoudt.

⁴ Zie http://woningwet2015.nl/sites/www.woningwet2015.nl/files/documenten/handleiding_rekenmodel_ibw_2018.pdf.

⁵

Zie <https://www.wsw.nl/media/nieuwsarchief/nieuwsbericht/borgstelsel-kan-investeringen-in-duurzaamheid-aan-veel-corporaties-niet>.

5.1 Hoeveel duurzaamheid kan de borg aan

De uitgangspunten van het onderzoek zijn, tenzij anders vermeld, gelijk aan die WSW gebruikte voor zijn publicatie 'Hoeveel duurzaamheid kan de borg aan' van 5 februari 2018.

5.2 Kamerbrief 14 juli 2017

De minister van BZK heeft op 14 juli 2017 een brief aan de Tweede Kamer gestuurd over een mogelijke labelplicht voor corporaties. Daarin is als input gebruikt een onderzoek van ECN en een onderzoek van ORTEC (zie voorgaande verantwoording onder 3).

WSW sluit met de scope (verduurzaming DAEB-bezit) aan bij de Kamerbrief van 14 juli 2017 en heeft twee scenario's uit deze brief doorgerekend (gemiddeld label B in 2021 in het onderzoek van 5 februari 2018 en gemiddeld label A in 2030 in het huidige onderzoek).

5.3 Onderzoek ECN

In opdracht van BZK heeft ECN een berekening gemaakt van de omvang van de verduurzamingsopgave voor de corporatiesector. WSW heeft bij deze uitgangspunten aangesloten. Nieuw ten opzichte van het onderzoek 'Hoeveel duurzaamheid kan de borg aan' van 5 februari is hierbij de variant 'gasloos', hierbij heeft WSW zich ook gebaseerd op het kostenniveau van ECN. De berekeningen zijn gebaseerd op aanvullende investeringen, bovenop de investeringen in labelstappen.

5.4 Onderzoek ORTEC augustus 2018

- ORTEC heeft op basis van de doorrekeningen van ECN geraamd wat de ruimte is voor corporaties ten behoeve van de verduurzamingsopgave bovenop de cijfers in de dPi. ORTEC rekent met SBI op sectorniveau en rapporteert resultaten met sectorratio's. ORTEC houdt daarbij geen rekening met de 'scheefheid' in financiële positie tussen corporaties. WSW bouwt zijn onderzoek duurzaamheid op vanuit de individuele financiële en risicopositie van corporaties. Dit is een fundamenteel en belangrijk verschil in aanpak waar WSW bewust voor gekozen heeft.
- Om het model inbaarheid van WSW na te bootsen rekent ORTEC met strengere normen op individueel niveau (LTV 70%, ICR 1,6) die gelijk blijven bij toenemende duurzaamheidsinvesteringen. ORTEC hanteert hiermee een versimpeling van het model inbaarheid die o.a. geen rekening houdt met het feit dat de financiële ruimte in het borgstelsel op basis van afspraken met achtereenvolgende afneemt bij toenemende (duurzaamheids)investeringen. WSW rekent met het model inbaarheid dat beoordeeld is door twee externe bureau's en door de Autoriteit Woningcorporaties. Dit is een fundamenteel en belangrijk verschil in aanpak waar WSW bewust voor gekozen heeft.
- WSW heeft om aan te sluiten bij de analyse van ORTEC, in een aanvullend scenario gerekend met een korting op de verhuurderheffing zoals opgenomen in het regeerakkoord van 10 oktober 2017. Hierbij bestaat overigens het risico op dubbeltelling, aangezien sommige corporaties in hun dPi2017 prognose mogelijk ook een deel van de totaal beschikbare korting voor verduurzaming hebben ingerekend. In dat geval zijn de berekeningen van ORTEC en WSW op dit onderdeel te optimistisch.
- ORTEC heeft de dPi2017 aangepast met de economische parameters die Aw en WSW eind juli voor dPi2018 hebben gepubliceerd. De 2018 parameters houden rekening met een hogere stijging in bouwkosten. WSW rekent met de 2017 parameters, en gaat uit van nominale bedragen met een (beperkte) indexering van 2% per jaar voor inflatie. ORTEC rekent in het basisscenario ook met inflatie, en in de variant op pagina 25 met een variant met een *lagere* inflatie. WSW rekent niet met de bouwkostenstijging van bijvoorbeeld 5% in 2018, maar ook

niet met een kostendaling in latere jaren. ORTEC heeft de kostendaling van 15% van de sectortafel gebouwde omgeving niet doorgerekend.

- ORTEC verhoogt de lange rente na 2023 ieder jaar met 0,1%, tot het 'evenwichtsniveau' van 5% wordt bereikt. WSW rekent met de rente-uitgangspunten uit de IBW2018, welke ook stijgen over de dPi-periode. Het uitgangspunt van ORTEC is hierbij voor de jaren na de dPi-periode strenger (hogere rentelasten door stijging tot 3,95% in 2030 en 5% in 2041).

6. Aannames berekening risicokapitaal

Algemeen:

- Per scenario wordt het benodigde investeringsbedrag bepaald. Dit investeringsbedrag is afhankelijk van de aannames inzake de snelheid van de duurzaamheidsinvesteringen: bij een versnelling van de investeringen in de loop van de tijd (2018 tot 2050) zullen de investeringen voor een kortere termijn scenario (bijvoorbeeld 2018 tot 2021 of 2018 tot 2030) relatief lager kunnen uitkomen. Voor de bepaling van het effect op het risicokapitaal wordt de volledige investering van het scenario in jaar 1 genomen. Dit omdat het risicoscoremodel van WSW ook uitgaat van een 1-jaars horizon, en deze risicoscore input is voor de berekening van het risicokapitaal.
- In dit onderzoek zijn onder andere aannames gedaan over de hoogte van de verliezen voor corporaties in default, en de mogelijkheid om nieuw vreemd vermogen (als gevolg van nieuwe investeringen) mee te nemen in het inbare kapitaal. De hoogte van de Loss Given Default (LGD) is conform onderzoek inbaarheid en eerder overleg met de sector gesteld op 25% (dit komt neer op een afslag op marktwaarde in verhuurde staat van 46%).
- De analyse leidt tot een inbaar kapitaal op basis van ruimte in financiële ratio's en een vereist kapitaal op basis van de Basel-formule voor banken.
- De berekening van het risicokapitaal is conform aannames onderzoek inbaarheid obligo en saneringssteun en daarmee gelijk aan het onderzoek 'Hoeveel duurzaamheid kan de borg aan' dat WSW op 5 februari 2018 publiceerde, tenzij anders vermeld. De wijzigingen zijn in onderstaande bullets vermeld en betreffen wijzigingen die zijn doorgevoerd naar aanleiding van een externe validatie van het model inbaarheid die WSW recent liet uitvoeren.
- Als Exposure at Default (EAD) is het geborgde volume gehanteerd. Dit is gelijk aan de methodiek zoals gehanteerd in het onderzoek 'Hoeveel duurzaamheid kan de borg aan'. De feitelijke positie waarop WSW kan worden aangesproken is de 'dienst der lening', oftewel de periodieke aflos- en rentebedragen. De contante waarde van de dienst der lening is momenteel vanwege de lage disconteringsrente hoger dan het geborgd volume. Voor de jaarlijkse verantwoording achteraf richting de achtervangers is het goed mogelijk om de EAD te bepalen op basis van de contante waarde van de dienst der lening. Het zou theoretisch mogelijk zijn om de duurzaamheidsinvesteringen in de berekening van de contante waarde van de dienst der lening (CW DdL) toe te voegen. Dat vereist wel een CW DdL berekening voor alle corporaties voor alle jaren tot 2050 (oftewel 312 corporaties x 33 jaar = 10.296 CW DdL berekeningen). Dat maakt de gehele analyse complex en daarnaast rentegevoelig. Bij een wijziging in disconteringsrente (parallel of het stijler of minder stijl worden van de disconteringscurve) kunnen andere uitkomsten daarmee mogelijk meer zeggen over rentemutaties dan over de financiële mogelijkheden van individuele corporaties en het borgstelsel. WSW heeft er daarom voor gekozen om voor dit onderzoek duurzaamheid (welke geen verantwoordings- maar sturingsinformatie betreft) het geborgd volume te blijven hanteren. Dit zorgt ook voor consistentie met het onderzoek 'Hoeveel duurzaamheid kan de borg aan' van februari 2018. Om te compenseren voor het verschil in EAD tussen geborgd volume en CW DdL wordt als

signaalwaarde een stress test van default van de twee grootste deelnemers van WSW gehanteerd (zie volgende bullet).

- In het model inbaarheid is voorgesteld om een signaalwaarde te hanteren gebaseerd op de ruimte in het borgstelsel aan de hand van de financiële gegevens die gestresst worden aan de hand van parameters van de Europese Stress test voor Banken (de EBA-stress-test). In het onderzoek 'Hoeveel duurzaamheid kan de borg aan' van februari 2018 heeft WSW naast het basisscenario ook met deze signaalwaarde gerekend. In de externe validatie van het model inbaarheid kwam de observatie naar voren dat de voorgestelde signaalwaarde (de uitkomst van de EBA stress test) gericht is op macro-economische risico's, maar meer gericht zou dienen te zijn op idiosyncratische risico's. In het concept validatierapport wordt gerefereerd aan ESMA-regelgeving voor centrale tegenpartijen (CCP's) waarbij een stress test van default van de twee grootste tegenpartijen is voorgeschreven. WSW heeft een analyse gemaakt (o.b.v. de cijfers zoals 5 februari 2018 gerapporteerd) waarin de uitkomst van de EBA stress test vergeleken is met het verlies van de default van de grootste deelnemer van WSW (op basis van geborgd volume) en van de twee grootste deelnemers van WSW. De impact van de default van de grootste deelnemer van WSW (één default derhalve) is in dezelfde orde van grootte als die van de EBA stress test. Wanneer de op één na grootste deelnemer wordt toegevoegd als default, wordt in het basisscenario gecompenseerd voor het verschil in EAD tussen geborgd volume en CW DdL. WSW rekent daarom in het duurzaamheidsonderzoek als signaalwaarde met een default van de twee grootste deelnemers van WSW, aansluitend bij de opmerking uit de externe validatie van het model inbaarheid inzake ESMA-regelgeving.
- WSW heeft voor de verschillende doorgerkende scenario's de totale benodigde investering berekend, en het deel hiervan dat op basis van de financiële positie van de corporatie mogelijk is (tot de grens van de financiële ratio's). Bij de scenario's op basis van labelstappen is daar bovenop rekening gehouden met de beperkingen in business risks (zie kopje 'Effect Business risks corporaties'). In het onderzoek 'Hoeveel duurzaamheid kan de borg aan' van februari 2018 kon een deel van de corporaties de investeringen voor gemiddeld label B in 2021 niet aan, maar was er wel voldoende ruimte in het borgstelsel. In het huidige onderzoek is in 'het scenario gasloos sprake van een inbaar kapitaal dat als gevolg van het investeringsscenario lager wordt dan het vereiste kapitaal (een 'nieuwe situatie' dus in vergelijking met het vorige onderzoek).
- In de onderzoeksresultaten zijn zowel de totale benodigde investeringen weergegeven als het deel hiervan dat als gevolg van overschrijding van de FR niet mogelijk is (in een separate figuur is het effect van overschrijdingen van de BR weergegeven). Hierbij is geen rekening gehouden met het gegeven dat het inbare kapitaal als gevolg van het investeringsscenario lager wordt dan het vereiste kapitaal. Om hier toch inzicht in te geven is separaat een evenwichtsscenario doorgerkend (ook wel 'reverse stress test' genoemd).
- In het regeerakkoord van 10 oktober 2017 is opgenomen dat corporaties die investeren in verduurzaming een korting op de verhuurderheffing krijgen. Het kabinet reserveert hiervoor 100 miljoen euro per jaar vanaf 2021. Deze duurzaamheidsaftrek loopt vanaf 2019 op met 25 miljoen euro per jaar tot 100 miljoen structureel vanaf 2022. De hoogte van de aftrek is afhankelijk van de investering in verduurzaming van de woningvoorraad. Dit betekent dat tot 2030 cumulatief 1,05 mld beschikbaar is. WSW heeft hier in de berekening rekening mee gehouden.
- Het in het onderzoek gebruikte model inbaarheid en de afspraken hierover met de Achtervangers, worden op dit moment gereviewd door Deloitte. Op basis van de adviezen Deloitte en de eerder ontvangen adviezen van Aw en Zanders zal WSW (i) in gesprek met de

Achtereinders werken aan passende afspraken voor de toereikendheidstoets en (ii)zijn model hierop verder verfijnen. Daarbij zal WSW ook nadrukkelijk rekening houden met het niet of beperkt beschikbaar zijn van saneringssteun, als gevolg van de nieuwe Woningwet.

WSW stelt zijn rapportages zo zorgvuldig mogelijk samen. Desondanks kan het voorkomen dat deze rapportages onvolkomenheden bevat. Aan onvolkomenheden kunnen geen rechten worden ontleend. WSW garandeert niet dat de informatie hierin correct is, up to date is of compleet is en moet derhalve ook niet als zodanig beschouwd worden.

De teksten en grafische voorstellingen in dit rapport mogen niet worden gebruikt zonder schriftelijke toestemming van WSW.

Voor gebruik van gegevens uit dit rapport en gevolgen is de gebruiker zelf verantwoordelijk. WSW wijst u er expliciet op dat WSW niet aansprakelijk is voor enige schade die voortvloeit uit het gebruik.