

Goedkoop geleend, goed geleend?

Hoe corporaties (on)bewust financieringsrisico opbouwen.

Onze analyse van de WSW-portefeuillerapportages onthult een opvallend patroon: woningcorporaties lijken hun financieringsmodaliteiten vooral op basis van de actuele rentestand te kiezen. Dit roept de vraag op of de opbouw van hun leningenportefeuilles het resultaat is van een gedegen langetermijnstrategie, of toch vooral van opportunistisch rentebeleid.

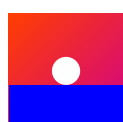
Achtergrond

Woningcorporaties zijn kapitaalintensieve organisaties. Zij beheren een omvangrijke voorraad woningen die decennialang moeten meegaan. Daarbij kunnen corporaties geen aandelenkapitaal aantrekken. Naast een opgebouwd eigen vermogen zijn ze daarom vooral afhankelijk van vreemd vermogen. Dit resulteert in aanzienlijke leningenportefeuilles en leidt er bovendien toe dat rentelasten een groot deel van de totale bedrijfslasten uitmaken.

Een gedegen financieringsstrategie is van groot belang, omdat deze zowel de financieringspositie als de financieringsstructuur bepaalt. Deze moeten naadloos aansluiten bij de langetermijndoelstellingen en de risicobereidheid van de corporatie. Een effectieve strategie zorgt ervoor dat de leningenportefeuille niet het resultaat is van toevalligheden, maar bewust en doordacht is vormgegeven.

Een best practice-aanpak kenmerkt zich door een weloverwogen keuze voor de modaliteiten van de financiering, met bijzondere aandacht voor een evenwichtige spreiding in looptijden, renteherzieningsmomenten en aflossingsdata. Daarnaast is een zorgvuldige beheersing van renterisico's essentieel. Dit voorkomt dat de corporatie op specifieke momenten overmatig kwetsbaar is voor renteschokken en waarborgt stabiele, voorspelbare rentelasten die de kerntaak van de volkshuisvesting ondersteunen.

Lezers van de WSW-portefeuillerapportages¹ zien echter een opvallend patroon. In 2021, toen de korte rente laag was, lag het zwaartepunt van de nieuwe leningen bij de kortere looptijden van 1 tot 10 jaar.



Sprenkels

In control
komen en
blijven

¹ Bron: Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW), Portefeuillerapportages, 2021–2025.

Een jaar later, toen de kortetermijnrente steeg en lange leningen relatief goedkoper werden, verschoof het zwaartepunt mee naar de lange(re) looptijden. Dit roept de vraag op in hoeverre de leningenportefeuilles en vervalkalenders van corporaties het resultaat zijn van een bewuste spreiding, of vooral van een kortetermijnstreven naar zo laag mogelijke financieringslasten.

Vijf jaar data: de rentecurve stuurt het gedrag

De WSW-portefeuillerapportages bieden per jaar inzicht in een tweetal zaken: de looptijdverdeling van **nieuwe leningen** (welk type financiering is op enig moment aangetrokken) en de looptijdverdeling van de **totale portefeuille** (hoe is de huidige leningenportefeuille vormgegeven).

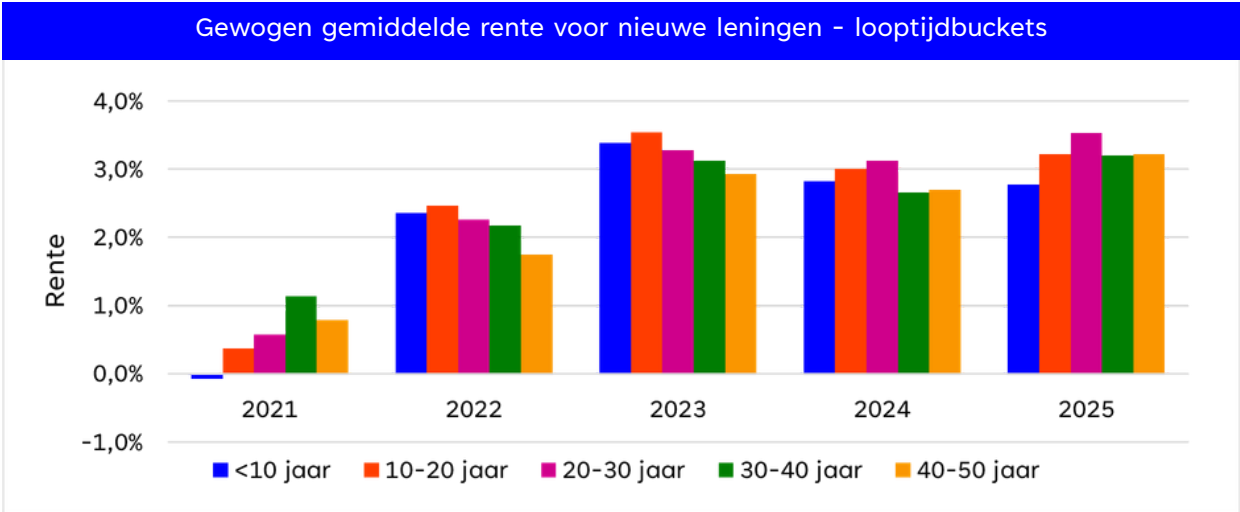
De onderstaande figuur bouwt hierop voort en biedt inzicht in de ontwikkeling van de gewogen gemiddelde rente van nieuw afgesloten leningen (waarbij omvangrijkere leningen zwaarder meetellen in het gemiddelde) in de periode 2021-2025, uitgesplitst naar looptijdbuckets.

De figuur toont aan dat de rentecurve sinds 2021 door drie verschillende regimes is gegaan. In 2021 was de curve relatief vlak maar licht oplopend en zeer laag in absolute termen. In 2022 en 2023 schoot de korte rente omhoog door het ECB-beleid, waardoor de curve invers werd: lenen voor <20 jaar was duurder dan lenen voor 30 jaar. In 2025 keerde de curve terug naar normaal, stijgend van kort naar lang.

De vraag is vervolgens in hoeverre deze veranderingen in de rentecurve terug te zien zijn in de looptijdkeuzes van corporaties bij het aantrekken van nieuwe financiering.

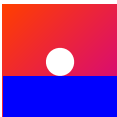
Figuur 2 op de volgende pagina toont de looptijdverdeling van de nieuw afgesloten leningen per jaar, gebaseerd op de top drie meest gekozen looptijdbuckets.

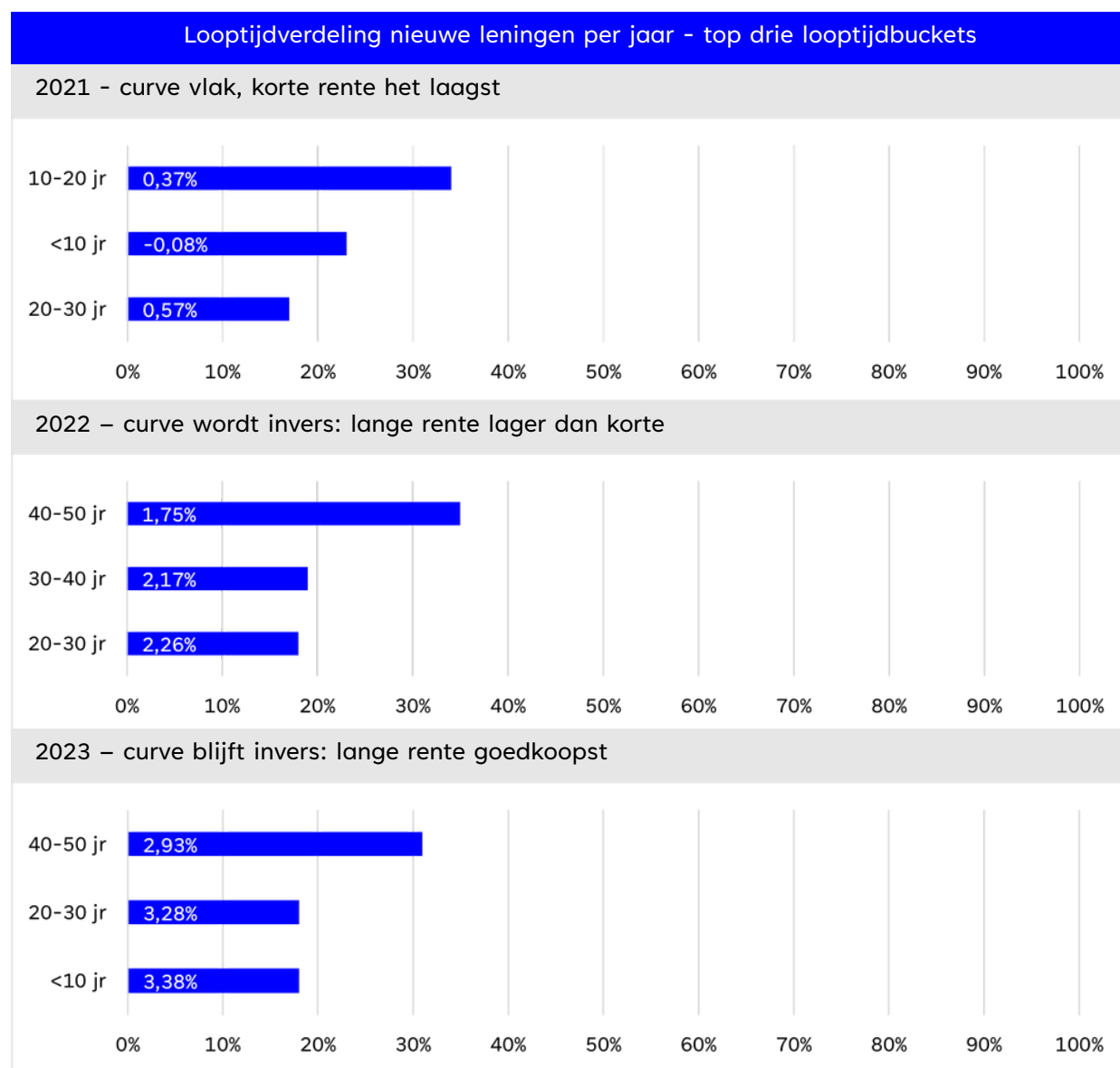
De lengte van de balken (x-as) tonen het procentuele aandeel van de betreffende bucket in het totaal aan nieuw aangetrokken volume van het desbetreffende jaar. Het percentage in de blauwe balken geeft de gewogen gemiddelde rente van die specifieke looptijdbucket weer.



Figuur 1: Gewogen gemiddelde rente voor nieuwe buckets - looptijdbuckets

Bron: WSW-portefeuillerapportages. In 2022 en 2023 was de curve invers: kortlopende leningen (<20 jaar) waren duurder dan langlopende leningen (>30 jaar). Bij een positieve helling in 2024 en 2025 is juist sprake van een oplopende (normale) curve.

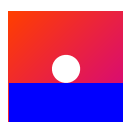




Figuur 2: Looptijdverdeling nieuwe leningen per jaar (2021 - 2023) - top drie looptijdbuckets

Bron: WSW Portefeuillierapportages 2021-2023. Staafdiagrammen tonen aandeel in geldbedrag van nieuwe leningen per jaar. Daarin de gewogen gemiddelde rente van die looptijdbucket.

De data laten een duidelijk patroon zien: corporaties kiezen in de verschillende jaren relatief vaak voor de looptijden waar de rente op dat moment het laagst is. In 2022 en 2023 betrof dat vooral het lange einde van de curve (40-50 jaar). Dit wijst op een primair rentegedreven, mogelijk zelfs opportunistische keuze van financieringslooptijden. Een dergelijk patroon kan leiden tot vervalcalenders die niet evenwichtig zijn opgebouwd, maar bestaan uit duidelijke pieken en dalen.

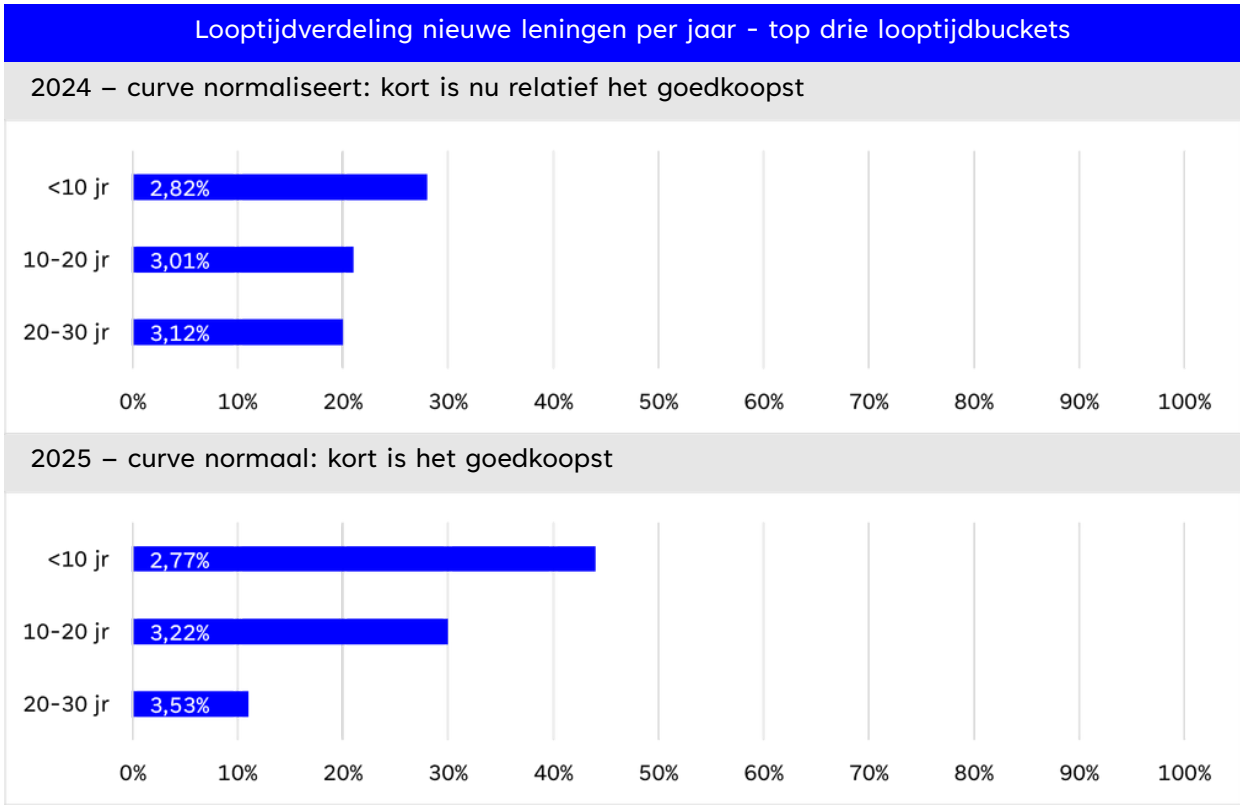


WSW-Richtlijn 2024

Dat corporaties hun financieringskeuzes vooral laten afhangen van de rentestand, is ook het WSW opgevallen. Vooral de keuze voor de lange(re) looptijden bracht extra risico's met zich mee, bijvoorbeeld op het vlak van concentratie en van volatiliteit in de marktwaarde van de leningen. Het WSW reageerde hierop in februari 2024 ² met een aanpassing van de richtlijn voor geborgde leningen: bevindt meer dan 40% van de vervalkalender van een corporatie zich in de bucket langer dan 30 jaar, dan wordt de maximale looptijd van nieuwe leningen beperkt tot 30 jaar.

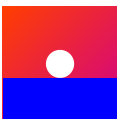
In de portefeuillerapportages van 2024 en 2025 tekent zich een duidelijke verschuiving af die op het eerste gezicht het beoogde effect van het WSW-beleid weerspiegelt: het aandeel van leningen met een looptijd van 30 jaar of langer binnen de nieuw aangetrokken financiering daalde fors van 48% in 2023 naar slechts 16% in 2025.

Hoewel deze cijfers suggereren dat de verscherpte richtlijn direct impact heeft gehad, is hier sprake van een interessante samenloop met de marktontwikkelingen. In deze periode normaliseerde de rentecurve namelijk weer, waardoor kortere looptijden relatief gezien ook de meest kostenefficiënte keuze werden.



Figuur 3: Looptijdverdeling nieuwe leningen per jaar (2024 - 2025) - top drie looptijdbuckets

Bron: WSW Portefeuillerapportages 2024-2025. Staafdiagrammen tonen aandeel in geldbedrag van nieuwe leningen per jaar. Daarin de gewogen gemiddelde rente van die looptijdbucket.



² Bron: Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW), Aanpassing richtlijn Geborgde Leningen, 8 februari 2024.

In de onderstaande tabel is het effect van de WSW-richtlijn onderzocht.

Jaar	Aandeel 30-50 jaar (nieuw)	Curvevorm	Opmerking
2021	27%	Vlak/licht oplopend	Curve biedt geen grote prikkel voor ultra lang
2022	54%	Invers (lang goedkoopst)	Grote verschuiving naar lang
2023	48%	Invers (lang goedkoopst)	Grote verschuiving naar lang
2024	31%	Normalisering	Enige normalisering
2025	16%	Normaal oplopend	Richtlijn + curvevorm werken beide

Tabel 1: Effect WSW-richtlijn: aandeel nieuwe 30+ jaar leningen

Bron: WSW Portefeuillerapportages 2021-2025. Richtlijn ingevoerd februari 2024.

De richtlijn beperkt vooral de opbouw van nieuwe concentraties in het lange segment. De onderliggende vraag blijft echter of corporaties met de keuze voor hun financiering en looptijden bewust sturen op een evenwichtige samenstelling van de leningenportefeuille en daarbij behorende kasstroom- en risicoprofielen, of vooral meebewegen met de rente op dat moment. Het belangrijkste aandachtspunt daarbij is het herfinancieringsrisico: de kans dat een lening afloopt op een moment waarop herfinanciering relatief duur is.

Volatiliteit van de rentecurve: een recent voorbeeld

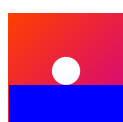
De afgelopen vijf jaar illustreren dat de rentecurve allesbehalve stabiel is. Wie in maart 2021 een lening van 5 jaar afsloot, betaalde negatieve rente (-0,33%). Diezelfde lening die in 2026 afliep en moest worden geherfinancierd, kostte plotseling 2,84%. Dat is een rentestijging van meer dan 3 procentpunt in vijf jaar. Voor een corporatie waarbij in dat jaar € 50 miljoen aan kortlopende schuld afliep, betekent dit structureel circa € 1,6 miljoen extra rentelast per jaar. Voor grotere corporaties loopt dit al snel op tot miljoenen euro's per jaar.

Verder kijken dan de rente: strategisch looptijdenbeheer

De rentecurve mag een belangrijk marktsignaal zijn, ze mag echter nooit het enige besliscriterium vormen bij het aantrekken van een lening. Een gedegen financieringsstrategie en treasurybeleid vragen om een integrale benadering, waarin strategische doelstellingen en risicokaders leidend zijn. Hieronder volgen vier belangrijke uitgangspunten en ontwerp-principes voor de financieringsstrategie.

1. Verbind financierings- en portefeuillestrategie

Een goed uitgewerkte financieringsstrategie en een helder financieringsbeleid dragen bij aan de realisatie van de langetermijn-doelstellingen. Er bestaat een directe relatie tussen de kwaliteit van de vastgoedportefeuille enerzijds en de (toekomstige) financieringspositie en -strategie anderzijds. Daarom dienen de omvang en de looptijden van de leningenportefeuille te worden afgestemd op de kwaliteit en de investeringsbehoeften van het vastgoedbezit. Ook het langjarige kasstroomprofiel van de corporatie dient hierbij te worden betrokken, zowel bij de opbouw van de leningenportefeuille op totaalniveau als bij de keuze van financieringsmodaliteiten voor nieuwe leningen.



2. Spreid de vervalmomenten

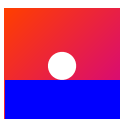
Risicobeheersing vraagt om spreiding van zowel de renteherzieningen als de aflossingen. De rentetypische vervalkalender toont de momenten waarop de vaste rente van leningen afloopt en wordt herzien (het renterisico), terwijl de liquiditeitstypische vervalkalender de momenten laat zien waarop leningen daadwerkelijk volledig worden afgelost en eventueel opnieuw moeten worden aangetrokken (het herfinancieringsrisico).

3. Houd de leningenportefeuille wendbaar

Een zeer langlopende lening past in theorie goed bij de lange levensduur van maatschappelijk vastgoed. In de praktijk is er echter altijd behoefte aan momenten waarop leningen kunnen worden afgelost of opnieuw gefinancierd. Volkshuisvestelijke opgaven veranderen immers in de tijd, bijvoorbeeld door herstructurering, transformatie of verkoop van bezit. Daarom is het belangrijk om naast langlopende leningen ook voldoende flexibiliteit in de portefeuille te houden.

4. Toets de portefeuille met scenario's

In de praktijk beperkt de scenarioanalyse zich vaak tot één gevoeligheidstoets op de bestaande portefeuille. Bijvoorbeeld de vraag wat een rentestijging van een half procent doet met de rentelasten. Dit biedt inzicht in de kwetsbaarheid van de huidige portefeuille, maar zegt weinig over de vraag of de leningenportefeuille ook anders en beter had kunnen worden opgebouwd. Waardevoller is het om verschillende varianten in opbouw van de leningenportefeuille door te rekenen onder uiteenlopende scenario's, van een aanhoudend hoge rente tot een snelle daling of een verschuivende rentecurve. Zo wordt niet alleen zichtbaar welke samenstelling het meest robuust is wanneer het tegenzit, maar ook welke ruimte biedt om kansen te benutten wanneer de markt meezit. Daarmee verschuift scenarioanalyse van een toets achteraf naar een sturingsinstrument bij de inrichting van de portefeuille.



Conclusie: van opportunistisch naar strategisch financieren

Deze publicatie toont aan dat de vraag "hebben we goedkoop geleend" weliswaar voor de hand ligt, maar niet het enige criterium mag zijn bij het aantrekken van (nieuwe) financiering. Wie uitsluitend stuur op de laagst mogelijke rente, riskeert op langere termijn een onevenwichtige opbouw van de leningenportefeuille en bouwt daarmee, vaak onbewust en onopgemerkt, risico's op.

Bij Sprenkels geloven we dat een robuuste financieringsstrategie begint bij het juiste gesprek: over de portefeuillestrategie, de financiële ruimte en de risicobereidheid. Met onze achtergrond in institutioneel vermogens- en risicobeheer kijken we met een integrale blik naar treasury. We helpen niet alleen bij het opstellen van strategie en beleid, maar bieden ook een onafhankelijke second opinion. Met een kritische maar constructieve blik verhogen we de kwaliteit ervan, en borgen we daarmee de langetermijn-doelstellingen van de corporatie. Zo blijft uw corporatie structureel in control, onafhankelijk van de waan en de rente van de dag.

Benieuwd wat we voor u kunnen betekenen?

Wij denken graag met u mee. Neem contact op met:



Tristan Verhagen
Woningcorporaties

Tristan.Verhagen@Sprenkels.nl
+31 (0)6 54 721 776



John Zwetsloot
Woningcorporaties

John.Zwetsloot@Sprenkels.nl
+31 (0)6 52 665 418



Kjeld Frints
Investment

Kjeld.Frints@Sprenkels.nl
+31 (0)6 83 316 748

