

ILLIQUIDE CREDITS

# WSW-leningen

## SAMENVATTING

- WSW-leningen zijn leningen aan Nederlandse woningcorporaties voor de financiering van de bouw, onderhoud en verduurzaming van sociale huurwoningen.
- WSW-leningen bieden de mogelijkheid om voor een langere periode geld uit te lenen tegen een rente met een opslag boven zowel swap als de Nederlandse staatsrente.
- Deze opslag is vooral een vergoeding voor de illiquiditeit. WSW-leningen zijn beperkt verhandelbaar en kennen dus een 'buy-and-hold' karakter.
- Het kredietrisico van WSW-leningen is vergelijkbaar met dat van de Nederlandse staat.
- WSW-geborgde leningen kunnen een kredietrisico van nul krijgen in het 'standaardmodel vereist eigen vermogen voor pensioenfondsen' en zijn solvabiliteitsvrij onder Solvency II.
- WSW-leningen worden geprijsd ten opzichte van de swaprente. In combinatie met de illiquiditeitspremie en de lange looptijd zijn WSW-leningen een aantrekkelijk alternatief voor staatsobligaties in de matchingportefeuille.
- Met WSW-leningen leveren pensioenfondsen een bijdrage aan het behalen van Sustainable Development Goals (SDGs) #11 en #13.

## AUTEURS



Clemens Braams,  
Lead Portfoliomanager  
Illiquide Credits



Alex van den Berg,  
Sr. Investment Strategist



Gwennaële Bruning,  
Head of Credits



## WSW-leningen: een aantrekkelijk alternatief voor staatsobligaties

Het duurzame en sociale karakter, gecombineerd met een interessant risico-/rendementsprofiel maken WSW-leningen tot een potentieel aantrekkelijke aanvulling in portefeuilles van institutionele beleggers.

[Lees meer op de volgende pagina →](#)

**Wat zijn WSW-leningen?**

WSW-leningen zijn leningen aan Nederlandse woningcorporaties. Deze leningen zijn geborgd door het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW). Woningcorporaties richten zich op de bouw en het onderhoud van sociale huurwoningen. Deze woningen worden zonder winstoogmerk verhuurd aan mensen die niet in staat zijn om zelfstandig een woning te kopen of te huren op de vrije markt. Ondanks dat woningcorporaties beschikken over eigen middelen en kasstromen, zoals huuropbrengsten, blijft er behoefte aan externe financiering. Woningcorporaties die financiering aantrekken voor sociale doeleinden, zoals vastgelegd in de Europese wetgeving omtrent ‘Diensten van Algemeen Economisch belang’ (DAEB), komen in aanmerking voor een borging door het WSW (Waarborgfonds Sociale Woningbouw).

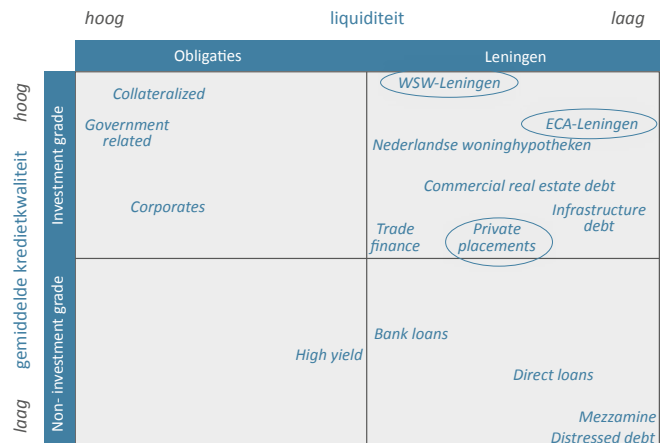
Deze borging kan worden gezien als een indirecte overheids-garantie. De ‘rating agencies’ Moody’s en Standard & Poor’s geven het WSW dezelfde ‘credit rating’ als Nederlandse staat, een AAA-rating. Hierdoor kunnen woningbouwcorporaties tegen gunstige rentetarieven lenen en hebben beleggers in WSW-leningen de mogelijkheid voor een langere periode geld uit te lenen tegen een rente met een opslag boven de Nederlandse staatsrente.

**Illiquide tegenhangers**

WSW-leningen zijn onderdeel van een bredere categorie Illiquide Credits. Illiquide Credits omvat een grote diversiteit aan leningen, variërend van relatief risicovol tot (nagenoeg) risicovrij. Deze leningen kunnen zowel bilateraal uitgegeven worden als door tussenkomst van een intermediair, zoals een broker. Ook zijn deze leningen vaak op maat gemaakt, kennen meer complexiteit en zijn mede daardoor niet, of in beperkte mate, verhandelbaar. De (additionele) risico-opslag van deze illiquide leningen ten opzichte van de liquide tegenhangers betreft een compensatie voor de lagere liquiditeit en/of de hogere complexiteit.

Samen met Export Credit Agency (ECA-)leningen en Private Placements vormen WSW-leningen de illiquide tegenhanger van Investment Grade Credits (bedrijfsobligaties, gedekte obligaties en staatsgerelateerde obligaties). ECA-leningen zijn leningen met een volledige of gedeeltelijke garantie van een overheid. Overheden garanderen dergelijke leningen om de export te stimuleren. Private Placements zijn onderhandse leningen aan middelgrote - tot grote bedrijven. Voor WSW-leningen en Private Placements is de risico-opslag ten opzichte van de illiquide tegenhanger met name een vergoeding voor illiquiditeit. Voor ECA-leningen geldt dat de risico-opslag ook een vergoeding is voor de hogere complexiteit.

**Figuur 1: Overzicht kredietcategorieën**



Bron: Achmea IM



**Werking borging WSW**

De borgstelling van het WSW kan worden gezien als een indirecte overheidsgarantie. De garantie is indirect omdat in geval van een faillissement de verplichtingen van de debiteur niet worden overgenomen door de Nederlandse staat maar door het WSW. Het borgstelsel heeft verschillende buffers om een aanspraak op de borgstelling op te vangen:

- **Vermogensbuffer van de woningcorporaties**  
Financiële tegenslagen worden in eerste instantie opgevangen door de vermogensbuffer en de kasstromen van de woningcorporatie zelf. De Autoriteit woningcorporaties (Aw), in 2015 opgegaan met het Centraal Fonds voor de Volkshuisvesting (CFV), houdt toezicht op de woningbouwcorporaties. Dit orgaan heeft de bevoegdheid om sancties op te leggen, om woningbouwcorporaties onder verscherpt toezicht te plaatsen en in het uiterste geval om saneringssteun te geven.

- **De borgstellingsreserve van het WSW en het obligo**  
Indien een woningbouwcorporatie onverhoopt toch niet aan haar financiële verplichtingen kan voldoen, wordt er aanspraak gemaakt op het risicovermogen van het WSW. Het risicovermogen van het WSW wordt weer aangevuld met de obligoverplichting die bestaat uit het jaarlijks obligo en het gecommiteerd obligo. Het jaarlijks obligo is een heffing die jaarlijks kan worden geïnd bij de woningcorporaties. Wanneer het jaarlijks obligo onvoldoende is, doet WSW voor het resterende deel een beroep op het gecommiteerd obligo. Het gecommiteerd obligo stellen deelnemende woningcorporaties zeker door middel van een obligolening.
- **Achternvang**  
Tot slot heeft het WSW achternvangovereenkomsten afgesloten met de Nederlandse staat en de Nederlandse gemeenten. In deze overeenkomst is opgenomen dat het WSW rentevrij leningen kan bemachtigen in het geval de eerdergenoemde buffers niet voldoende blijken te zijn. De gemeenten en het Rijk storten in een dergelijk geval beide 50% van het bedrag aan het WSW. Het Rijk neemt de 50% van de gemeente over mocht de gemeente niet of niet tijdig storten.

#### Risico-/rendementsprofiel WSW-leningen

Historisch bedraagt de opslag van WSW-leningen gemiddeld 40-50 basispunten boven Nederlandse staat. In de huidige markt bedraagt de opslag 40-70 basispunten (zie figuur 2). Dit is vergelijkbaar met het historisch gerealiseerde excessrendement op de subcategorie euro staatsgerelateerde obligaties, maar wel hoger dan het AAA-segment van euro staatsgerelateerde obligaties. De opslag boven de Nederlandse staat fluctueert van jaar tot jaar en is bovendien mede afhankelijk van de looptijd van de lening.

WSW-leningen zijn door de impliciete garantie van de Nederlandse overheid hele veilige beleggingen. Historisch zijn er geen kredietverliezen geleden. Zodra er sprake is van wanbetaling bij een woningcorporatie staat het WSW borg. In het verleden is er aanspraak gemaakt op de borg. Het WSW heeft echter nog nooit gebruik hoeven maken van de achternvang.

Naast kredietrisico zijn beleggers in WSW-leningen onderhevig aan verschillende andere risico's. De belangrijkste risico's betreffen:

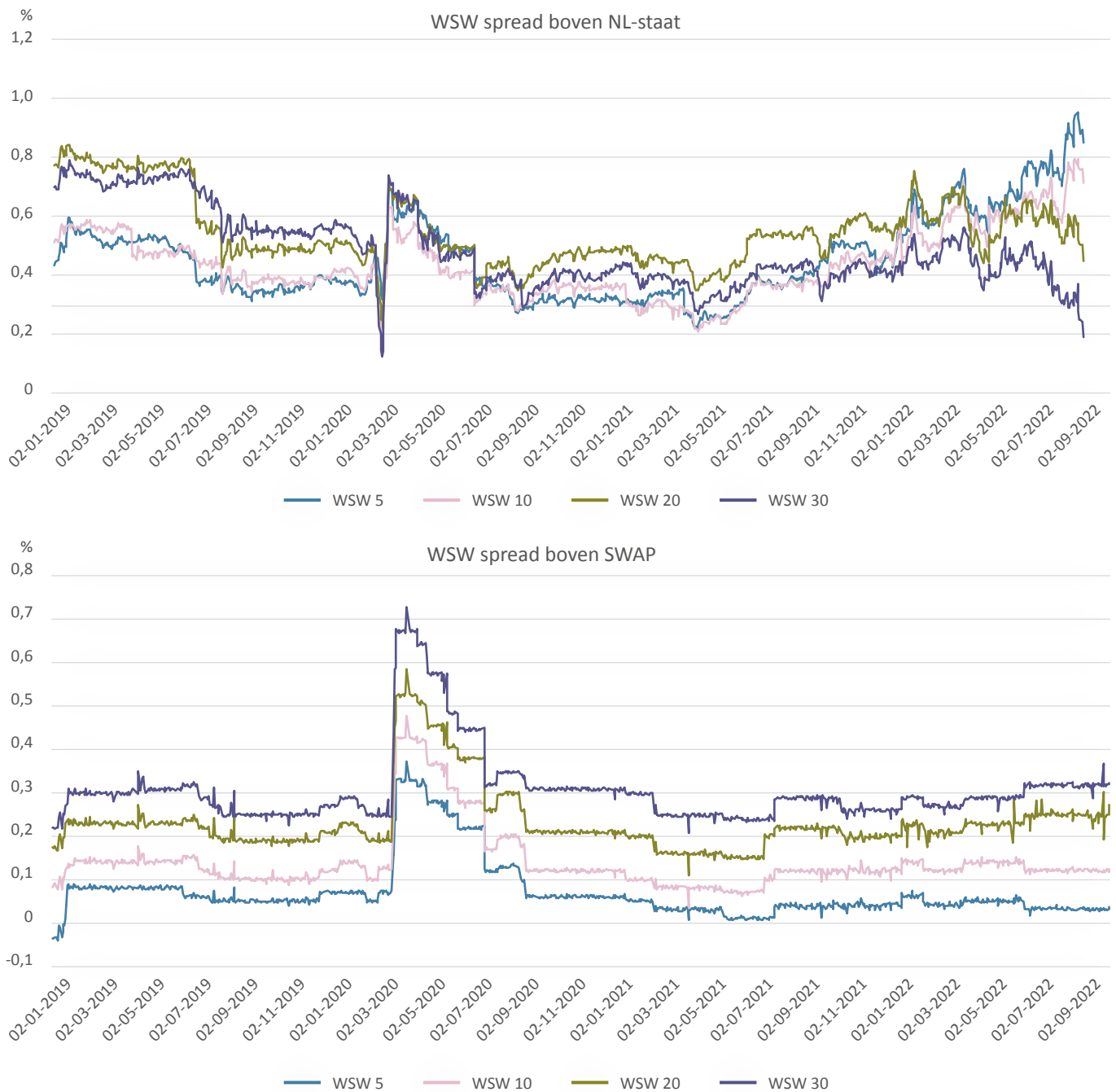
- **Renterisico:** het renterisico betreft de rentegevoeligheid van de prijs van een obligatie voor een verandering in de risicovrije rente. Deze rentegevoeligheid wordt gemeten aan de hand van de duratie en betreft in feite de gewogen gemiddelde looptijd van alle kasstromen. De belangrijkste factoren die de duratie beïnvloeden, zijn de looptijd van de lening en de hoogte van de couponrente. Over het algemeen geldt: hoe langer de looptijd en hoe lager de couponrente, des te hoger de duratie. Door de lange looptijden is het renterisico (duratie) van WSW-leningen hoog.

- **Liquiditeitsrisico:** WSW-leningen worden verhandeld op een onderhandse markt, waar een beperkte liquiditeit is. WSW-leningen zijn hierdoor typische 'buy-and-hold' beleggingen. Door de beperkte verhandelbaarheid is het moeilijker om de portefeuille te verkopen.
- **Waarderingsrisico:** er is geen dagelijkse waardering. Achmea IM waardeert WSW-leningen maandelijks gebaseerd op gerealiseerde spreads in de primaire WSW-markt.
- **Operationeel risico:** het risico dat de belegger in geval van wanbetaling verzaakt deze wanbetaling bij het WSW te melden. Hierdoor wordt de borging niet geactiveerd.

#### WSW-leningen worden geprijsd ten opzichte van de swaprente

In de praktijk wordt een WSW-lening niet geprijsd ten opzichte van de staatsrente, maar ten opzichte van de swaprente. Deze rente is voor de voornaamste beleggers in WSW-leningen, Bank Nederlandse Gemeenten en de Waterschapsbank, namelijk het referentiepunt. De risico-opslag ten opzichte van de swaprente laat dat ook een stabielere verloop zien dan de risico-opslag ten opzichte van Nederlandse staat.

Figuur 2: Verloop risico-opslag WSW-leningen ten opzichte van Swap en NL Staat



Bron: AFS, Achmea IM

**Aansluiting bij Sustainable Development Goals**

Door leningen te verstrekken via het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) wordt een bijdrage geleverd aan het behalen van Sustainable Development Goals (SDGs) #11 en #13.

- **SDG 11: Maak steden en menselijke nederzettingen inclusief, veilig, veerkrachtig en duurzaam**  
WSW leningen mogen door woningcorporaties enkel besteedt worden aan activiteiten die vallen onder hun diensten van algemeen economisch belang (DAEB).

Deze diensten omvatten het voorzien in betaalbare huurwoningen voor mensen met minimuminkomens. Zo dragen deze leningen bij aan het behalen van sociale doelstellingen.

- **SDG 13: Neem dringend actie om klimaatverandering en haar impact te bestrijden**  
Woningcorporaties in Nederland spelen een belangrijke rol in het halen van de nationale klimaatdoelen.



De sector spant zich in om de energieprestaties van de woningvoorraad significant te verbeteren door middel van isolatie, het opwekken van hernieuwbare energie en het verminderen of stoppen van het gasverbruik. Om deze inspanningen te financieren zijn grote investeringen nodig die mede dankzij WSW leningen kunnen worden gedaan. Zo dragen deze leningen bij aan het behalen van klimaatdoelstellingen.



### Verduurzaming

Woningcorporaties verduurzamen al jarenlang hun woningen. Zij lopen dan ook voor op particuliere verhuurders en eigenaar-bewoners. Uit onderzoek van het Kadaster blijkt dat in 2022 in bijna de helft van de gemeenten meer dan 50% van de sociale woningen een energielabel A of B heeft. Maar er zijn ook nog veel sociale woningen met een E-, F- of G-energielabel. Volgens de op 1 juni gepresenteerde verduurzamingsplannen van de minister voor Volkshuisvesting en Ruimtelijke Ordening Hugo De Jonge is dat op afzienbare termijn niet meer toegestaan.

De opheffing van de verhuurdersheffing speelt circa €1,7 miljard vrij aan investeringsruimte voor woningcorporaties. Deze ruimte zal worden benut om de nationale prestatieafspraken te implementeren. Dit zijn bindende afspraken tussen Aedes (de vereniging van woningcorporaties), de Woonbond en de Vereniging van Nederlandse Gemeenten op het gebied van huurmatiging, woningbouw, leefbaarheid én verduurzaming. De afspraken op het gebied van verduurzaming zijn:

- In 2028 zijn er geen sociale huurwoningen meer met een slecht energielabel (E, F en G). Het uitfasen van de E, F, G labels zal met name gedaan worden door middel van renovatie, sloop en nieuwbouw.

- In 2030:
  - o 450.000 corporatiewoningen aardgasvrij;
  - o 675.000 corporatiewoningen toekomstklaar geïsoleerd.

Wij monitoren de progressie die woningcorporaties op het gebied van verduurzaming maken. In onze monitoring richten wij ons op de CO<sub>2</sub>-uitstoot per vierkante meter, de energetische prestaties (zogenaamde EP2/energielabelindicator) per vierkante meter en de isolatieprestaties van de woningen van woningcorporaties in onze portefeuille. Deze relateren we aan de Aedes-benchmark. Deze benchmark is ontwikkeld door Aedes met als doel woningcorporaties inzicht te geven in hun prestaties en deze onderling vergelijkbaar te maken.

### De markt voor WSW-leningen

Bijna alle woningbouwcorporaties zijn lid van het WSW (98%). Gezamenlijk halen ze jaarlijks tussen de €5 en €10 miljard aan financiering op. De Bank Nederlandse Gemeenten (BNG) en de Waterschapsbank nemen circa 80-90% van dit bedrag voor hun rekening. Het restant wordt voor het grootste deel gefinancierd door Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen. In 2021 bedroeg het aandeel 8,7% van Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen. De traditionele Nederlandse commerciële banken hebben zich sinds 2019 teruggetrokken uit deze markt. Door hogere fundingkosten, onder andere als gevolg van nieuwe regulering, zijn deze leningen minder aantrekkelijk geworden voor commerciële banken.

### Toenemende volumes

In 2021 betrof de totale uitgifte aan leningen €6,6 miljard, verdeeld over 740 leningen met een gemiddelde looptijd van 21 jaar. Door deze uitgiftes steeg de waarde van de totale uitstaande WSW-leningen in 2021 naar circa €83 miljard. Voor komende jaren wordt een verdere groei verwacht. Onder andere door het afschaffen van de verhuurdersheffing hebben woningcorporaties weer meer investeringsruimte.

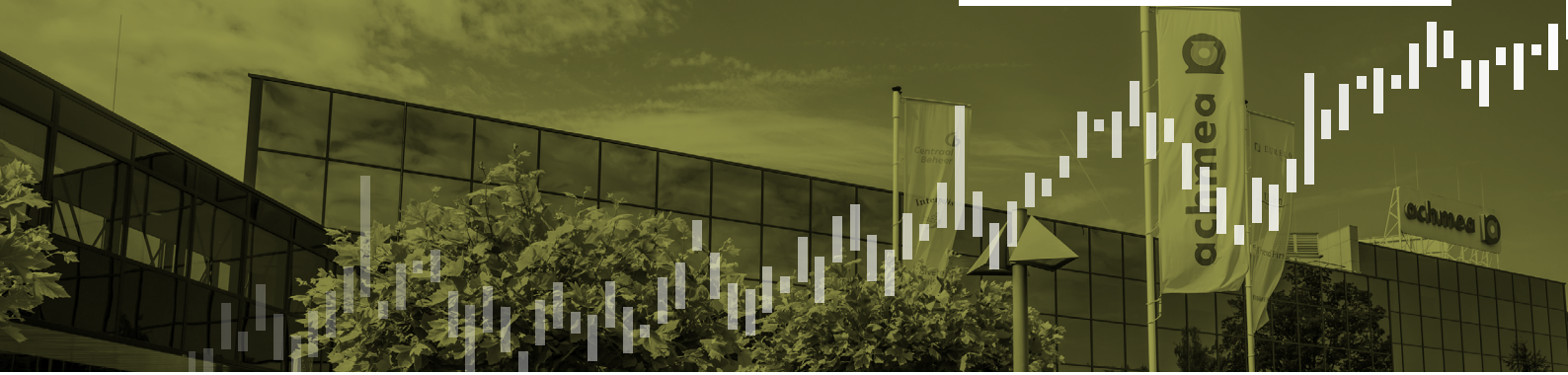
Figuur 3: Verloop geborgd volume WSW-leningen (in miljard Euro)

Jaar	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	3,6	4,9	5,8	6,3	7,4	6,6

Bron: Annual Reports and Financial Statements WSW

### Conclusie: WSW-leningen vormen een aantrekkelijk alternatief voor staatsobligaties

WSW-leningen zijn door de borgstelling door de Nederlandse staat relatief risicovrije leningen. Vanwege de illiquiditeit van deze leningen ontvangen beleggers in WSW-leningen een extra opslag. In combinatie met de ESG-elementen en met de lange looptijd van deze leningen vormen WSW-leningen in onze optiek potentieel een aantrekkelijke aanvulling in de portefeuille, zeker in de matchingportefeuille.



#### Voor meer informatie:



#### [Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers](#)

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.



#### [Achmea IM podcasts](#)

Ook te beluisteren op uw favoriete podcast-app, zoekwoord: Achmea Investment Management.



#### [Achmea IM op youtube](#)

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, maatschappelijk verantwoord beleggen, risicomangement en het selecteren van de best-passende externe managers.



#### [Achmea IM op LinkedIn](#)

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.



#### [www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel](http://www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel)

E-mail: [achmeaim@achmea.nl](mailto:achmeaim@achmea.nl)

#### Contact:

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.  
Of met Jeroen van Rumund, Business Development Director,  
[Jeroen.van.Rumund@Achmea.nl](mailto:Jeroen.van.Rumund@Achmea.nl), +31 6 224 559 26

#### Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing. De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig. U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie. Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.