

27



# De Vastgoedlezing 2016

Systeem issues in de markt van financiering van  
commercieel vastgoed in Nederland

door H. Copier MBA



## **De Vastgoedlezing 2016**

Systeem issues in de markt van financiering van  
commercieel vastgoed in Nederland

H. Copier MBA

CIP-GEGEVENS KONINKLIJKE BIBLIOTHEEK, DEN HAAG

Systeem issues in de markt van financiering van  
commercieel vastgoed in Nederland

H. Copier MBA

Amsterdam, Amsterdam School of Real Estate  
(Boekenreeks; 27)  
ISBN – 978-90-73440-27-2

Schriftelijke uitwerking van de voordracht zoals uitgesproken ter gelegenheid van de jaarvergadering van de Amsterdam School of Real Estate, op 16 november 2016.

Copyright © 2016

Niets uit deze opgave mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt worden door middel van druk, fotokopie, microfilm of op welke andere wijze ook, zonder voorafgaand toestemming van de Amsterdam School of Real Estate, Jollemanhof 5, 1019 GW AMSTERDAM.

## H. Copier MBA

Hans Copier is CEO bij Propertize en is zijn carrière in vastgoed begonnen in 1979 bij de Friesch-Groningsche Hypotheekbank aan de vooravond van de eerste grote crisis in commercieel vastgoed. Op dit moment maken wij het einde mee van de tweede grote crisis. Vanwege zijn betrokkenheid bij de afwikkeling van grote probleempleningen portefeuilles kan hij een goede inkijk geven waarom zaken fout zijn gegaan en heeft hij zich een oordeel kunnen vormen of de banken met grotere verliezen zijn geconfronteerd dan strikt nodig zou zijn geweest. Hoewel de aanleidingen van beide crises verschillend zijn en ook de renteontwikkelingen verschillende patronen lieten zien, zijn er toch evident onderliggende systeem issues in de markt voor financiering van commercieel vastgoed die in de toekomst wederom kunnen leiden tot in principe vermijdbare verliezen. De systeem issues zullen moeten worden aangepakt, willen wij in de toekomst in Nederland over voldoende vreemd vermogen kunnen blijven beschikken om van een evenwichtige markt te kunnen spreken.

## De Vastgoedlezing

Jaarlijks biedt de Amsterdam School of Real Estate aan een erkende deskundige de mogelijkheid om zijn of haar visie te geven op de maatschappelijke betekenis van een vastgoedvraagstuk. Dit platform geniet bekendheid onder de naam "De Vastgoedlezing". De Vastgoedlezing beoogt theorie en praktijk dichter bij elkaar te brengen. Uitgangspunt is het geven van een onafhankelijke analyse, vrij van belangenbehartiging of politieke doeleinden, maar met maatschappelijke relevantie. Voorwaar geen eenvoudige opgave, aangezien vastgoedvraagstukken zich doorgaans kenmerken door de nodige – vaak tegengestelde – belangen. De lezing vraagt van de vastgoeddeskundige om voor even de eigen belangen te laten voor wat ze zijn en een objectieve analyse te geven van de maatschappelijke gevolgen van vastgoedbeslissingen. Het waarmaken van deze hoge ambitie die de Vastgoedlezing kenmerkt, vormt voor de spreker een grote uitdaging.

De Amsterdam School of Real Estate is bij uitstek het podium om zo'n uitdaging te faciliteren. Het overbruggen van de kloof tussen theorie en praktijk vormt immers een van de bestaansredenen van het instituut, waarin de Universiteit van Amsterdam, de vastgoedsector en het Rijk nauw samenwerken. De Vastgoedlezing is een karakteristiek moment waarop de drie partijen elkaar ontmoeten, met als doel de discussie over een voor Nederland belangrijk vastgoedthema een waardevolle stap verder te brengen. Het slaan van een brug tussen theorie en praktijk kan vanuit twee kanten worden geïnitieerd. Aan de ene kant van de brug staat de wetenschapper of beleidsmaker, die zijn kennis en visie naar de praktijk wil vertalen. Aan de andere zijde van de symbolische brug bevindt zich de ervaringsdeskundige die een verantwoorde onderbouwing aan zijn visie wil geven.

## Inhoud

|    |  |    |
|----|--|----|
|    | Inleiding .....  | 7  |
| 1. | De oorzaak van de crisis .....   | 8  |
| 2. | De Propertize oplossing .....  | 11 |
| 3. | Systeem issues in de markt van financiering van<br>commercieel vastgoed in Nederland ..... | 15 |
|    | Issue 1 Taxatiewaarde als doorslaggevend criterium. ....                                   | 15 |
|    | Issue 2 Recourse/non recourse karakter .....   | 17 |
|    | Issue 3 Vreemd vermogen/Eigen vermogen verhouding .....                                    | 18 |
|    | Issue 4 Too big to fail klanten .....  | 20 |
|    | Issue 5 Vastgoed als growth booster .....  | 21 |
|    | Issue 6 Nut en noodzaak van relatiemanagement .....  | 22 |
|    | Issue 7 Financiers marketmakers of marktvolgers .....                                      | 23 |
| 4. | Aanbevelingen .....  | 24 |
| 5. | Bronvermelding .....   | 25 |

## Inleiding

Ik wil graag de Amsterdam School of Real Estate (ASRE) bedanken voor de uitnodiging om de Vastgoedlezing 2016 te mogen uitspreken. Ik vind het een eer en een voorrecht. Ik hoop van harte dat huidige en toekomstige MRE-studenten deze lezing zullen gebruiken als inspiratiebron om nader onderzoek te doen naar het functioneren van de commerciële vastgoedfinancieringsmarkt in Nederland.

Ik spreek deze Vastgoedlezing uit op persoonlijke titel. Zoals u weet, is het bedrijf waarvoor ik verantwoordelijk ben onlangs overgedragen aan een private equity huis en mijn beschouwingen gaan dan ook vooral over de periode tot aan deze overdracht.

Het is geenszins mijn bedoeling om met deze lezing een oordeel uit te spreken over het functioneren van individuele banken. De vastgoedfinanciers zullen zich in meerdere of mindere mate in mijn analyse herkennen en hebben duidelijk ook ieder op verschillende wijze de crisis doorstaan.

## 1. De oorzaak van de crisis

Wat wil ik vandaag met u bespreken.

Ik wil eerst terugkijken naar de oorzaak van de crisis zowel die van begin 80'er jaren als ook die waar we ons thans in bevinden.

Vervolgens wil ik de Propertize oplossing nader toelichten.

Dan wil ik de systeem issues in de markt van financiering van commercieel vastgoed met u doornemen.

1. Taxatiewaarde als doorslaggevend criterium. Loan-to-Waan-van-de-Dag!!!;
2. Recourse/non recourse karakter;
3. Vreemd vermogen/Eigen vermogen verhouding;
4. Too big to fail klanten;
5. Vastgoed als growth booster;
6. Nut en noodzaak van relatiemanagement;
7. Financiers marktmakers of marktvolgers.

En tot slot wil ik een aantal aanbevelingen doen.

Ik ben betrokken geweest bij de afwikkel dochter Transveer B.V. van de Friesch-Groningsche Hypotheekbank N.V. ten tijde van de eerste grote crisis in de Nederlandse commerciële vastgoedmarkt en recentelijk was ik eindverantwoordelijk voor Propertize/SNS/Bouwfonds Property Finance, de badbank gehouden door de Nederlandse staat.

Op grond van mijn ervaring met deze twee vastgoedcrises meen ik een aantal systeem issues in de markt van financiering van commercieel vastgoed te kunnen vaststellen, die onvermijdelijk zullen leiden tot een nieuwe vastgoedbubbel en de daarbij behorende verliezen.

Maar misschien nog flagranter is de vraag of er in de toekomst voldoende vreemd vermogen beschikbaar zal zijn om van een gezonde marktwerking te kunnen spreken.

Ik heb jarenlang als praktijkdocent vastgoedfinanciering opgetreden voor de MRE-opleiding van de ASRE en standaard was mijn openingszin:

"Het probleem van het financieren van commercieel vastgoed is dat je upside potential beperkt is tot de marge en eventuele fees, maar dat je nagenoeg 100% van het verlies draagt als de markt keldert".

Het is goed retrospectief stil te staan bij de aanleiding van beide crises, omdat zij veel gelijkenis vertonen.

Beide crises vinden hun oorzaak in een zeer sterke vraaguitval op de woningmarkt in de jaren '80 in de Nederlandse markt en die van 2008 in de Amerikaanse woningmarkt.



In beide gevallen was een oplopende rente de directe oorzaak van de vraaguitval.

We moeten ons realiseren dat de huizenprijzen tussen 1972 en 1978 in Nederland gemiddeld met 20% stegen met uitschieters van 29% in 1976 en 40% in 1977.

Deze stijgingen waren mogelijk vanwege een lage rente en de beschikbaarheid van krediet.

De Nederlandse hypotheekbanken hadden oorspronkelijk een zekere mate van zelfregulering vanwege het feit dat zij zich met pandbrieven funden. Eind 70-er jaren kwamen zij echter onder toezicht van de centrale bank en mochten zij zich onder andere ook met onderhandse leningen van algemene banken funden. Die onderhandse leningen werden met een door de centrale bank voorgeschreven solvabiliteitspercentage van 0% belast, waardoor het veel eenvoudiger was de kredietportefeuilles te laten groeien dan alleen op basis van pandbrief funding.

Vanwege internationale ontwikkelingen, maar ook om de inflatie in toom te houden, liep de hypotheekrente van 1979 in Nederland hard op tot niveaus van wel 14% en omdat de loonontwikkeling achterwege bleef, werd wonen welhaast onbetaalbaar voor de gemiddelde Nederlander.

De kern van de aanleiding voor de huidige crisis is min of meer gelijk. Echter de oorzaak speelde zich dit keer eerst af op de Amerikaanse woningmarkt. Ook daar waren ruime mogelijkheden voor de beschikbaarheid van krediet. Gedreven door een behoefte van de banken om gebundeld product te verkopen en een (kunstmatig door de FED) laag gehouden rente leidden tot een hausse in de Amerikaanse huizenmarkt.

Toen de rente in 2007 steeg, manifesteerde zich ook in de Verenigde Staten een vraaguitval. Omdat de gebundelde producten wereldwijd waren doorverkocht en Lehman Brothers niet werd gered door de Amerikaanse overheid, ontstond de bankencrisis die op haar beurt weer leidde tot een gebrek aan beschikbaarheid van krediet.

Natuurlijk spelen ontwikkelingen in de reële economie ook een significante rol, maar de aanleiding is toch telkens een vraaguitval in de woningmarkt, gedreven door een hogere rente en een afname van beschikbaar krediet.

Het bankenlandschap voor vastgoedfinanciering in de jaren '80 werd net als nu gedomineerd door twee grote spelers, te weten: Westland-Utrecht Hypotheekbank, het huidige ING REF en Friesch-Groningsche Hypotheekbank, de huidige FGH Bank en een agressieve outlier.

De agressieve outlier toen was de Tilburgsche Hypotheekbank (THB) en in de crisis Bouwfonds/SNS Property Finance (Property Finance). Beide outliers zijn hetzelfde lot beschoren: THB is in 1983 failliet gegaan en Property Finance is in februari 2013 samen met haar moedermaatschappij SNS REAAL genationaliseerd.

De zakelijke hypothecaire kredietverlening toen betrof vooral verhuurde woningen op basis van het zogenaamde uitpondprincipe. Verhuurde woningen waren de dominante assetclass en de financiering van kantoren en winkels speelde een ondergeschikte rol. De commerciële vastgoedmarkt zoals we die nu kennen, stond eigenlijk nog in de kinderschoenen. Ter illustratie: in 1983 werd het WTC Amsterdam opgeleverd met 53.000 m<sup>2</sup> en dat was, samen met het NMB-hoofdkantoor (het huidige Atrium), ongeveer de hele Zuid-As. Nu staat er al meer dan 800.000 m<sup>2</sup>. Kantoreengebieden als Zuid-Oost (ongeveer 700.000 m<sup>2</sup>), Sloterdijk en Riekerpolder (gezamenlijk ongeveer 550.000 m<sup>2</sup>) moesten allemaal nog worden ontwikkeld.

De dominante assetclass was verhuurde woningen. Toen al werd 23x de huur gefinancierd en zolang de woningmarkt op orde bleef, zou dit niet tot problemen leiden. Het tegendeel is echter uitgekomen. Door de veel hogere rente konden particulieren hun hypotheek niet meer betalen, viel de uitponding stil en konden zakelijke klanten met verhuurde woningen als onderpand hun renteverplichtingen niet meer nakomen.

THB ging failliet door een combinatie van factoren. Ontwikkelingen in de markt, maar ook door wanbeleid. WUH en FGH werden in de periode 1983-1986 eerst ondersteund en later gered door respectievelijk Nationale Nederlanden en Aegon.

Ter illustratie. Het balanstotaal van THB was ca. fl. 700 mln. en van FGH ca. fl. 5 miljard.

De slecht renderende portefeuille van FGH is destijds ondergebracht bij Transveer BV, waarvoor ik medeverantwoordelijk ben geweest, die met een horizon van 10 jaar en een zachte financiering (4,5%) van Aegon, Postbank en de Nederlandse Bank de portefeuille moest afwickelen en dus betere tijden in de vastgoedmarkt moest afwachten. De omvang van het hele fonds was ca. fl. 1,3 miljard en het eigen vermogen ca. fl. 100 mln.

Ter illustratie. Als banken technisch failliet zijn, dan is het merendeel van de klanten vanzelfsprekend ook niet meer in staat nieuwe zaken te doen. Op dat moment waren er eigenlijk geen kopers, ook omdat er geen financiering beschikbaar was. Transveer/FGH heeft moeten leuren met woningpakketten voor 5 à 6 x de huur en dan moest er ook nog een verkopersfinanciering bij worden geleverd van 110% van de koopsom en een rente gelijk aan het netto exploitatieresultaat.

Het beeld van beide crises is hetzelfde. Na een periode van zeer ruime kredietverlening volgt een periode van uiterst restrictieve kredietverlening en daarmee versterken de banken zowel de opwaartse als de neergaande spiraal.

Dit is de kern waar ik later bij de systeem issues in de markt van financiering van commercieel vastgoed uitgebreid op zal terugkomen.

## 2. De Propertize oplossing

De voorloper van Propertize was Bouwfonds Financieringen Vastgoed dat in 1989 is opgericht door Bouwfonds Nederlandse Gemeenten (BNG). BNG was op dat moment de woningontwikkelaar die een dominante rol speelde in de wederopbouw van Nederland na de Tweede Wereldoorlog. Het was eigenlijk een semi overheidsinstelling, aangezien de aandelen werden gehouden door meer dan 500 Nederlandse gemeenten.

Volgens het jubileumboek "Dutch Link" dat Bouwfonds Property Finance (hierna Property Finance) in 2003 uitbracht, was het businessmodel geënt op principes als "Ondernemen met ondernemers" en "50 miljoen in 5 minuten". Er werden financieringen verstrekt tot 100% financiering (incl. voorinvesteringen) tegen 30-50% van de winst. Het trackrecord van de klant was uitgangspunt voor het aangaan van een financieringsrelatie.

Het risicoprofiel van de onderneming is eigenlijk altijd hoog geweest en door de jaren heen verder opgelopen. Tot 1993 werd voornamelijk projectontwikkeling in Nederland gefinancierd en daarna werd het voor Nederlandse klanten ook mogelijk projecten in het buitenland te financieren, de zogenaamde 'Dutch Link'. Vanaf 2005 werden ook lokale partijen in het buitenland gefinancierd, de zogenaamde 'Local Link'.

Saillant detail is dat Property Finance pas in 2000, nadat het door ABN AMRO was overgenomen, onder toezicht van de centrale bank kwam te staan. Tot frustratie van andere financiële instellingen was Property Finance niet aan toezichtregels gebonden. Hoewel het risicoprofiel van de onderneming hoog was, is het heel lang goed gegaan. Dit is waarschijnlijk toe te schrijven aan goed koopmanschap, maar ook aan positieve ontwikkelingen in de vastgoedmarkt in de periode vanaf 1989 tot aan de crisis in 2008.

In 2006 is Property Finance overgenomen door SNS REAAL, die met deze overname aansluiting wilde vinden bij de vier grote banken. In de periode na overname tot eind 2008 is de portefeuille van € 8,8 miljard gestegen naar € 13,4 miljard, een stijging van meer dan 50%. Vanaf 2009 was er al sprake van verscherpt toezicht door de centrale bank en is het boek in feite gesloten voor nieuwe productie.

Uiteindelijk waren de problemen in de portefeuille als gevolg van de marktontwikkelingen zo groot dat SNS REAAL de verliezen niet meer kon opvangen. Dit leidde in februari 2013 tot nationalisatie van SNS REAAL.

Ten tijde van de nationalisatie was het klip en klaar dat SNS REAAL moest worden bevrijd van haar vastgoedprobleem en Property Finance moest worden gesepareerd. Dit is effectief gebeurd op 1 januari 2014. Op die datum zijn de aandelen van Property Finance overgedragen aan NLF, de stichting die voor de Nederlandse Staat de aandelen houdt in financiële instellingen.

Op 1 januari 2014 is de naam SNS Property Finance gewijzigd in Propertize.

## Totstandkoming Propertize



Figuur 1. Totstandkoming Propertize

De missie van Propertize was als volgt: Propertize bouwt in de periode tot en met 2023 beheerst en transparant, professioneel en integer zijn portefeuille af. Een snelle en beheerste afbouw, met een zo hoog mogelijke opbrengst tegen zo laag mogelijke kosten, is in het publiek belang. Bij het uitvoeren van zijn opdracht minimaliseert Propertize het portefeuillerisico en het risico op nieuwe claims en gevolgschade. Deze missie realiseert Propertize met een hoogwaardig professioneel team.

Propertize is in het leven geroepen om een gebrek aan liquiditeit in de markt te overbruggen en daarmee het verlies voor de Nederlandse Staat te beperken.

Propertize werd gekapitaliseerd met € 500 mln. vermogen gefourneerd door de Nederlandse Staat. Bovendien werd de gehele funding door de Staat gegarandeerd. Propertize werd geacht haar operationele kosten uit eigen cash flow te voldoen.

Een belangrijke randvoorwaarde was bovendien dat vanwege de staatssteun geen marktverstoring mocht optreden.

In de maanden september/oktober 2013 heeft het team van Propertize op basis van eigen expertise een afbouwstrategie geformuleerd. Key daarin is geweest de indeling van de portefeuille in drie buckets, ieder met een specifieke strategie en timing.

- A. Gezond -> geen verlies verwacht, cash flow benodigd voor het voldoen van lopende organisatiekosten (24%).
- B. Waardebehoud en waardecreatie -> additioneel verlies verwacht, maar mogelijkheden voor waardebescherming/-behoud/-creatie ten opzichte van een korte termijn exit, focus op kasstromen, uit negatieve spiraal houden (66%).
- C. Stop loss -> negatieve business case, slechte kwaliteit vastgoed waar verlies simpelweg genomen moet worden (10%).

Propertize werd opgericht om herstel van liquiditeit van de markt af te wachten. De normale gang van zaken zou zijn dat in eerste instantie de economie zich zou herstellen, waardoor vervolgens de vraag naar vastgoed weer zou toenemen en daarmee de waarde zich weer zou herstellen. Ook zou de hoeveelheid financiering weer toenemen en zou de markt naar een nieuw evenwicht groeien. Het uitgangspunt van de strategie was derhalve fundamenteel marktherstel. De existentiële vraag is dan welke waarden er bij dit fundamentele marktherstel horen. Propertize heeft ervoor gekozen om een redelijk direct rendement als uitgangspunt te kiezen en eventueel verdere (speculatieve) waarde stijging achterwege te laten. Er is nooit naar gestreefd nieuwe bubbelwaarden af te wachten. Dat was het verlies dat hoe dan ook moest worden genomen.

Propertize heeft gemeend als leidraad de volgende uitgangspunten te hanteren. Daarbij wil ik aantekenen dat de portefeuille van SNS Property Finance in belangrijke mate werd gedomineerd door vastgoed dat ten hoogste als B-categorie was te duiden.

- Kantoren BAR 10% vanwege veroudering en leegstand
- Verhuurde woningen BAR 6%
- Winkels BAR 10%

Zoals gezegd, dit is een gemiddelde leidraad en afhankelijk van de intrinsieke kwaliteit van de objecten is op deze uitgangspunten gevarieerd.

De gewetensvraag voor de financiers van commercieel vastgoed lijkt hier sterk op, namelijk welke waarde moet ik als uitgangspunt nemen voor de financiering? Zo weten we allemaal dat, naast de interest of debt service ratio's, de LTV doorslaggevend is bij de acceptatie van nieuwe risico's.

Op het moment van schrijven van de afbouwstrategie eind 2013, was de markt virtueel dood vanwege een volmaakt gebrek aan liquiditeit, maar wonder boven wonder ging de markt op 1 januari 2014 weer 'aan'. De eerlijkheid gebiedt te zeggen dat ik door deze ontwikkeling bijzonder was verrast. Propertize had zich voorgenomen de eerste twee jaar te gebruiken om de organisatie stevig neer te zetten en een begin te maken met het leegmaken van de 'stop loss' bucket. Propertize zou daarnaast de zaken vooral in Nederland klaarzetten om te kunnen anticiperen op fundamenteel marktherstel.

De toegenomen marktdynamiek, gedreven door het zoeken naar rendement door investeerders, dwong Propertize al in 2014 om in te spelen op deze vraag. Zodoende is de afbouw van met name de NL portefeuille stevig ingezet. Dit betekende dat Propertize eind 2014 al 14% van de portefeuille had afgebouwd.

De essentie van de opdracht was; realiseren als de liquiditeit van de markt dit toelaat. Propertize werd geconfronteerd met een nieuwe marktrealiteit niet gedreven door fundamenteel herstel, maar gedreven door de opportuniteit. Eind 2014 is in samenwerking met een investment bank onderzocht of er efficiëntere vormen van afbouw mogelijk waren dan alleen het afbouwen per lening c.q. object.

De conclusie van dit onderzoek was dat een verkoop van Propertize als geheel, dus onderneming en portefeuille, zou leiden tot de meest efficiënte oplossing voor de Nederlandse belastingbetaler. De opbrengst zou beduidend hoger kunnen zijn dan de € 500 mln. ingelegd kapitaal en zou ook een zogenaamde clean break voor de Nederlandse Staat kunnen opleveren door verkoop van de vennootschap.

Zowel de commissarissen van Propertize als ook het NLF en de Minister van Financiën hebben dit voorstel omarmd en na een zeer zorgvuldig verkoopproces is Propertize uiteindelijk op 27 september 2016 onderdeel geworden van een private equity huis.

Op grond van mijn ervaringen bij Transveer en Propertize meen ik dat de markt voor financiering van commercieel vastgoed in Nederland leidt onder een aantal systeem issues.

### 3. Stelselproblemen in de markt van financiering van commercieel vastgoed in Nederland

#### Issue 1 Taxatiewaarde als doorslaggevend criterium. Loan-to-waan van de dag!!!

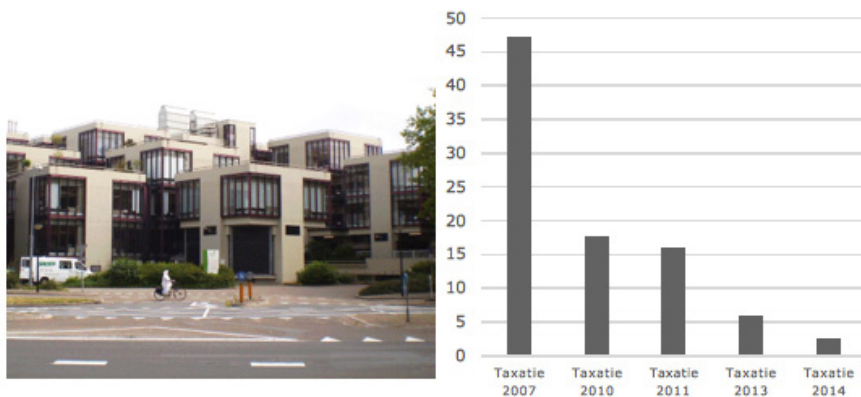
#### Taxaties – Kantoorgebouw Birmingham, UK



Figuur 2. Taxaties – Kantoorgebouw Birmingham, UK

In figuur 2 is een enkelvoudige lening te zien, die eerst vanwege de daling van de taxatiewaarde een zeer forse voorziening kende, echter uiteindelijk is afgewikkeld tegen par en ook alle verschuldigde fees. De beoordeling van deze positie: vanwege de kwaliteit van de locatie en het gebouw was dit een goed risico. "Waardebehoud" dus. Betere tijden moesten worden afgewacht.

#### Taxaties – Kantoorgebouw Apeldoorn



Figuur 3. Taxaties – Kantoorgebouw Apeldoorn

Het is opvallend dat we ons voor wezenlijke beslissingen laten leiden door de waan van de dag. Van één zaak ben je bij een taxatie 100% zeker en dat is dat deze op het moment van uitbrengen niet meer actueel is. Dit wordt plastisch het lagging effect genoemd. Dit leidt in opgaande markt-bewegingen tot een onderschatting van de actuele marktwaarde, wat vanuit financieringsoogpunt geen nadeel hoeft te zijn. In een neergaande markt is het werk voor de taxateur echt ondoenlijk. Er wordt het onmogelijke gevraagd van taxateurs. Zij moeten in een markt met beperkte of geen liquiditeit aangeven wat de marktwaarde is, terwijl het onwaarschijnlijk is dat een transactie tot stand komt.

Waarom wordt in Nederland het systeem dat Duitse pandbriefbanken hanteren niet geïntroduceerd?

Namelijk notie van 'Beleihungswert': de waarde van een object dat op basis van ervaring, onafhankelijk van voorkomende conjunctureel bepaalde waardeschommelingen van de betreffende markt en onder uitschakeling van speculatieve elementen, gedurende de totale looptijd van de financiering bij een verkoop gerealiseerd kan worden. Je zou dit ook een evenwichtswaarde kunnen noemen. Een waarde die, door de cyclus heen, niet teveel inspeelt op juist de waan van de dag.

Ik zou dus graag af willen van de schijnzekerheid van een taxatie en al helemaal van een LTV die gebaseerd is op deze taxatie.



## Issue 2 Recourse/non recourse karakter

De Nederlandse financieringsmarkt beschikt over een uiterst effectief zekerhedensysteem gecombineerd met een uitstekend functionerend kadaster. Hierdoor is het mogelijk harde zekerheden met klanten overeen te komen. In geval van default is uitwinning binnen een periode van een aantal maanden mogelijk. Daarnaast kent Nederland de zogenaamde bankhypotheke die tot zekerheid dienen voor alles wat de bank van een geldnemer te vorderen heeft. Door deze bankhypotheke is het mogelijk om alle waardebestanddelen van een portefeuille via eerste hypotheke met elkaar te verbinden, waardoor er voor de bank een pool aan zekerheden ontstaat. De positieve gedachte achter deze manier van werken is dat maximaal comfort kan worden verkregen bij het financieren van een klant. De pendant is echter dat de klant te allen tijde de bank vraagt alle onderpanden te gebruiken om tot nieuwe kredietverlening over te gaan. Hierdoor wordt in opgaande markten in feite het kredietplafond van de klant altijd bepaald door de gehele portefeuille, waardoor het risicoprofiel gelijk aan de markt zal meestijgen. Ook de papieren winst, in de vorm van stijging van taxatiewaarden, wordt dan meegenomen. De klant hoeft op die manier minder liquide middelen in te zetten bij een nieuwe transactie.

In Nederland behoren financieringen tot 90% van de taxatiewaarde niet tot de uitzonderingen. Het behoeft dan ook geen betoog dat bij de minst of geringste neerwaartse marktbeving het risico van een bank in de gevarenzone komt. Natuurlijk zijn er ook voordelen verbonden aan ons 'recourse' systeem, maar ik meen dat nadelen overheersen omdat het risicoprofiel van de hele kredietportefeuille van een bank meestijgt met de markt.

### Issue 3 Vreemd vermogen/Eigen vermogen verhouding

Ik durf te beweren dat de Nederlandse commerciële vastgoedmarkt leidt aan een chronisch gebrek aan eigen vermogen. De commerciële vastgoedmarkt in Nederland is verslaafd aan financiering.

Bij Propertize klaagden technisch failliete klanten dat zij veel vermogen verloren waren door de crisis. Zij bedoelden te zeggen dat als zij hun vastgoed hadden verkocht in de opgaande lijn zij hadden kunnen cashen. Echter, Property Finance had wel degelijk in de opgaande lijn gefinancierd en leed dus contante verliezen.

Een gebrek aan eigen vermogen etaleert zich ook in de institutionele beleggingsmarkt. Grote pensioenfondsen als ABP en PGGM beleggen het overgrote deel van hun contingent vastgoed buiten Nederland. Volgens deze fondsen doen zij dit omdat zij tegen de laagste kosten, het hoogste (risico gewogen) rendement moeten realiseren. Tegen deze redenering is natuurlijk weinig in te brengen. Misschien zijn deze fondsen wel te groot voor de Nederlandse markt en zou elke beweging kunnen leiden tot een marktcorrectie. Aan de andere kant, waarom zou je niet in de Nederlandse vastgoedmarkt beleggen als de risico/rendementsverhouding op orde is. Dit is natuurlijk een kip en ei vraagstuk. Is het risico/rendementsprofiel verslechterd door een terugtrekkende institutionele sector of zijn zij alternatieven gaan zoeken vanwege de slechter wordende marktomstandigheden? Zoals een overschot aan kantoren en winkels of een onaanvaardbaar hoog prijsniveau vanwege het in ruime mate aanwezig zijn van financiering.

Het opvallende van de institutionele sector is dat er een overschot aan kapitaal beschikbaar is in opgaande markten, maar dat iedereen als eerste bij de uitgang staat bij neergaande markten, de zogenaamde redemption requests. Dit procyclische gedrag versterkt de volatiliteit van de markt.

Zoals eerder betoogd zijn financieringen van 90% van de waarde/koop-som geen uitzondering. Oftewel, met een zeer beperkte inzet van eigen vermogen kan er al een transactie worden gerealiseerd.

Als dan ook de waardestijging van de portefeuille meetelt, dan hoeft slechts een deel contant te worden voldaan. Op deze wijze komt de markt in een opgaande spiraal terecht die moeilijk is te beteugelen.

Ik pleit voor een verplichte inbreng van een aanzienlijk deel eigen vermogen per financiering. Hiervoor moet het recourse karakter worden losgelaten door de banken. We kennen dit al bij Amerikaanse non recourse leningen en Duitse pandbriefbanken. Zij offeren kredieten waarbij tenminste 30% aan eigen vermogen dient te worden ingebracht.

Het pleidooi hiervoor is simpel, er moet sprake zijn van een forse negatieve marktcorrectie, voordat de risicokosten voor de bank onacceptabel hoog

worden. De bank kan vroeg ingrijpen om haar verlies te beperken en weer snel overgaan tot haar kernactiviteit; het financieren van commercieel vastgoed.

In de Nederlandse context snijden de banken bij de minste of geringste negatieve waardecorrectie al snel in eigen vlees vanwege de hoogte van de financieringen en dienen voorzieningen te worden genomen. Het nemen van voorzieningen is meestal het teken om een restrictiever kredietbeleid te gaan voeren op nieuwe productie en om de bestaande lijnen nog eens tegen het licht te houden. Dit kan dan weer leiden tot het inzetten van een neerwaartse spiraal.

## Issue 4 Too big to fail klanten

Een ander kenmerk van een bubbelerende markt is wanneer de bank zeer grote posities aanhoudt bij slechts enkele klanten. De reden dat THB in de problemen kwam, was vanwege het feit dat een aantal grote klanten niet meer aan haar verplichtingen kon voldoen. Omdat de THB de potentiële verliezen op deze klanten niet kon dragen, bevorderde THB dat het vastgoed werd doorgeschoven naar andere klanten onder verstreking van 100% financiering zodat de klant in kwestie niet zou omvallen.

Eén van de meest in het oog springende voorbeelden hiervan is het zogenaamde TU-pand te Leeuwarden, dat op één dag drie keer van eigenaar veranderde voor oplopende prijzen van fl. 950.000,-- tot fl. 5.300.000,--. Er was een gezamenlijk kenmerk en dat was dat de THB alle kopers financierde en door de gerealiseerde winsten klanten weer in staat waren aan hun verplichtingen te voldoen. Dit zijn natuurlijk ongeoorloofde praktijken, maar het geeft wel aan waarom er een grote postenregel is dat de bank niet meer dan een bepaald percentage van haar eigen vermogen mag uitzetten bij een klant. Ik meen echter ook dat tijdens de crisis weer sporen te zien zijn geweest van too big to fail klanten en dan met name in de projectontwikkeling.

Dan is er ook nog de systeemgevoeligheid van grote klanten. Als namelijk een partij meerdere grote posities bij verschillende financiële instellingen aanhoudt, kan een domino-effect ontstaan. Als de instelling met de beste zekerheidspositie de weg van uitwinning kiest, eventueel via een faillissement. Het behoeft geen nadere uitleg dat hierdoor de verliezen bij de andere instellingen naar voren gehaald worden of zich de facto zullen manifesteren. De vrijheid van de andere instellingen om de zaken op hun eigen wijze op te lossen, komt op zijn minst in het gedrang. In een neergaande markt is het nog ingewikkelder om de positie van een al in de risicozone verkerende klant verder uit te breiden. Ook al is de financiering, die kan worden overgenomen, van een betere kwaliteit.

## Issue 5 Vastgoed als growth booster

Wil je er zeker van zijn dat de vastgoedmarkt in de laatste fase van een bubbel zit, dan moet je vaststellen of het vastgoed of de vastgoedfinanciering wordt gezien als aanjager van de groei van een financiële instelling.

In de jaren voor het uitbreken van de crisis in 2008 was ook ING Real Estate een van de growth boosters van het ING-conglomeraat. Met de kanttekening dat dit niet zozeer de financieringstak betrof, maar meer de ontwikkelingstak.

Het is evident dat de verwerving van Property Finance door SNS REAAL gedreven was door de wens om aansluiting te vinden bij de grote vier, op dat moment: ING, ABN AMRO, Fortis en RABO.

De enige mogelijkheid om dat te realiseren was groeien in balanstotaal en winstgevendheid. De opgaande vastgoedmarkt bood op dat moment die kans.

Het is een open deur om te stellen dat groei in de vastgoedmarkt nooit een doel op zich kan zijn. Dat geldt voor alle banken. Krediet uitzetten is an sich geen probleem. Het uitzetten van kwalitatief hoogwaardig krediet, daar gaat het om. Oftewel, zal de instelling de uitstaande hoofdsom ook weer terugontvangen?

Het streven naar groei gaat over het algemeen gepaard met minder strikt toepassen van het kredietbeleid, de risk appetite zal toenemen. Als een van de instellingen hiermee start en de overige instellingen willen alleen hun marktaandeel verdedigen, dan zal wederom de opwaartse druk in eerdergenoemde spiraal toenemen.

## Issue 6 Nut en noodzaak van relatiemanagement

In een ideale wereld zouden relatiemanagers de risicomangers bij uitstek zijn, maar niet voor niets houden de banken een robuuste risicofunctie aan. Zij worden daar overigens ook door de centrale bank toe verplicht.

Relatiemanagement is een ingewikkelde functie die vaak beoordeeld wordt op haar omzet en niet zo zeer op de kwaliteit van de productie. Dit laatste is ook erg ingewikkeld, aangezien de cycli in vastgoed nu eenmaal meerdere jaren in beslag nemen.

Klanten zijn over het algemeen heel helder over wat zij van een financier verwachten en dat is een maximaal krediet tegen de laagste kosten. Een zo hoog mogelijke hoofdsom tegen de laagste marge en bijkomende provisies en fees en als het even kan ook nog met flexibele voorwaarden qua looptijd en vervroegde aflossing.

Als de financier niet kan leveren, zal de klant geneigd zijn om zijn of haar heil elders te zoeken.

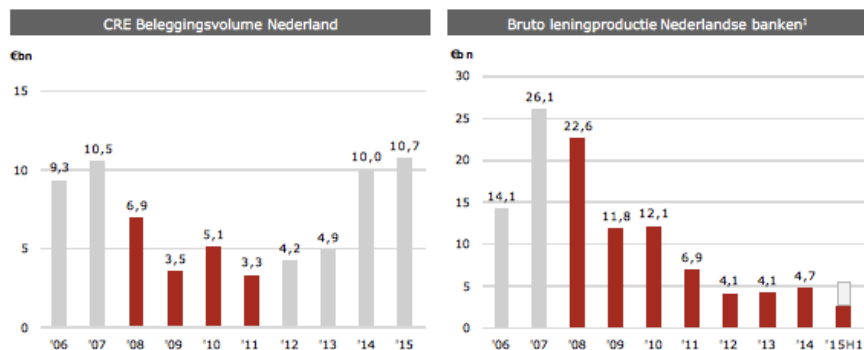
Voor een relatiemanager is dit een continue spagaat tussen het kredietbeleid van de bank en het voldoen aan de wensen van de klant.

De klant is per definitie niet loyaal en de financier kan geen loyaliteit bieden, want als het erop aankomt; in een neergaande markt kan de financier geen vangnet spannen voor de klant. Dit omdat haar eigen belang vergt dat zij terughoudend financiert en erger nog, om haar eigen positie te beschermen. De bank zal wensen in te grijpen als haar positie in het gedrang komt.

Kort en goed vind ik dat het belang van relatiemanagement wordt overschat. Naar mijn mening moeten relatiemanagers zich gedragen als risicomangers en derhalve prioriteit geven aan de kwaliteit van de productie en dus de positie van de bank. De focus moet veel meer liggen op het vermijden van risicokosten. Zij zouden daarbij gesteund moeten worden door een kredietbeleid op grond waarvan elke zaak op zich beoordeeld dient te worden. Daarnaast dient er telkens een significante contante eigen vermogensinbreng aan de orde te zijn. Op deze wijze kan de discussie over de kwaliteit van de post veel zuiverder worden gevoerd zonder dat commerciële belangen de doorslag geven. Dit betekent tegelijkertijd dat klanten vermogen moeten vrijspelen als zij nieuwe zaken willen doen. Hierdoor zal het aantal transacties in de markt toenemen en wordt de benchmark voor taxaties robuuster. De financier dicteert als het ware de voorwaarden waaronder zij bereid is tot kredietverlening over te gaan. Het is aan de klant om te beslissen of hij daarin mee wenst te gaan. Een aantal van de Duitse pandbriefbanken voert deze wijze van financieren gedisciplineerd uit, ook al omdat zij groei of instandhouding van de portefeuille van ondergeschikt belang achten.

## Issue 7 Financiers marktmakers of marktvolgers

### Financiers marktmakers of marktvolgers?



Bronnen: Cushman & Wakefield, JLL, Colliers, PropertyNL  
 1. Analyse bij benadering.

Figuur 4. Vastgoedbeleggingen versus leningen

Deze grafiek spreekt in belangrijke mate voor zich. Er lijkt een zeer sterke correlatie te bestaan tussen beschikbaarheid aan financiering en beleggingsvolume.

De kernvraag is: zijn financiers marktmakers of marktvolgers? Blazen de financiers in opgaande markten het plafond eraf? En trekken zij in neergaande markten de bodem eronder uit zodat zij in wezen de volatiliteit van de markt versterken en daarmee in principe vermijdbare verliezen creëren?

Naar mijn opinie is dit het geval, net als in de institutionele beleggingsmarkt. Financiering dient de smeerolie van de vastgoedmarkt te zijn en niet de opvoerset. De vastgoedmarkt is gebaat bij het beschikbaar zijn van voldoende liquiditeit in beide delen van de cyclus. Schommelingen moeten vooral door eigen vermogen worden opgevangen en niet door de financiers.

## 4. Aanbevelingen

Bovenstaande issues maken een giftige cocktail, die kan leiden tot een gemiddeld te hoog risicoprofiel voor de financiering van commercieel vastgoed in Nederland. Dit is natuurlijk goed nieuws voor klanten maar heel slecht nieuws voor een evenwichtige ontwikkeling van de markt. Als we de ontwikkeling van partijen de afgelopen crisisperiode beschouwen, zien we dat zowel ING als RABO zich veel terughoudender opstellen jegens de vastgoedmarkt. Property Finance is ter ziele en ABN AMRO kan niet alleen het gat vullen dat is achtergebleven.

Hoe kunnen we de Nederlandse vastgoedmarkt weer zo organiseren dat zij interessant is voor zowel institutionele beleggers als financiers? Voor de financieringsmarkt meen ik oprecht dat we de hiervoor geschetste systeem issues moeten aanpakken om weer aantrekkelijk te worden voor grote financiële instellingen.

Mijn aanbevelingen zijn derhalve:

- 1) Stap af van het Loan-to-Waan-van-de-Dag principe; intrinsieke kwaliteit van het object en cashflow genererend vermogen door de tijd zijn de maatgevende risicofactoren;
- 2) Stap af van het recourse principe;
- 3) Financier geen papieren waardeinstijging;
- 4) Eigen vermogen inbreng dient significant en in contanten te zijn; first loss bij de belegger niet bij de financier;
- 5) Als de voorgaande punten in acht worden genomen, zullen de risico kosten voor financiers beperkt blijven en zal er een evenwichtige hoeveelheid financiering beschikbaar zijn in opgaande en neergaande markten en faciliteren de financiers de markt in plaats van deze te maken.

Ik dank u voor uw aandacht.



## 5. Bronvermelding

1. Bhageloe-Datadin, R. (2012). De huidige crisis vergeleken met die in de jaren tachtig. In: CBS (2012). In: *De Nederlandse economie 2012*. Den Haag, CBS.
2. Overes, S. (2016). *Economisch waarderen van vastgoed: de ontbrekende schakel toegevoegd: aanknopingspunten voor een bestendig economisch waardebegrip voor vastgoedinvesteringen*.
3. Ankske, B. (1984). *De ondergang van de Tilburgsche Hypotheekbank*. Deventer: Kluwer.
4. Bouwfonds Property Finance. *Dutch link*. Hoevelaken: Bouwfonds Property Finance
5. Friesch-Groningsche Hypotheekbank (1985). *Jaarverslag 1984 Friesch-Groningsche Hypotheekbank N.V.*
6. Friesch-Groningsche Hypotheekbank (1986). *Jaarverslag 1985 Friesch-Groningsche Hypotheekbank N.V.*
7. Friesch-Groningsche Hypotheekbank (1987). *Jaarverslag 1986 Friesch-Groningsche Hypotheekbank N.V.*

# De activiteiten van de Amsterdam School of Real Estate (ASRE) zijn mede mogelijk dankzij de financiële steun van de Stichting Wetenschappelijk Onderzoek en Onderwijs in de Vastgoedkunde - SWOOV

## Onze donateurs

3W Real Estate  
ACM Vastgoed Groep BV  
Ahold Vastgoed BV  
Altera Vastgoed  
AM BV  
AMVEST  
a.s.r. vastgoed vermogensbeheer  
BOEKEL  
BPD Europe BV  
Bouwinvest  
Brink Groep  
CBRE Global Investors  
CBRE Netherlands  
Colliers International  
De Brauw Blackstone Westbroek  
DELA Vastgoed BV  
Deloitte  
DTZ Zadelhoff  
Dura Vermeer Groep NV  
DVP  
FGH Bank NV  
Funda NV  
G&S Vastgoed  
Gemeente Rotterdam Stadsontwikkeling  
Grond en Ontwikkeling Gemeente Amsterdam  
Haags Ontwikkelingsbedrijf

Houthoff Buruma  
ING Real Estate Finance  
IVBN  
JLL  
Lexence NV  
Loyens & Loeff NV  
MAB Development  
MN  
MVGM International Advisory  
NS Vastgoed BV  
NVM  
PGGM  
Propertize  
Provast  
PwC  
Rechtstaete vastgoedadvocaten &  
belastingadviseurs  
SADC  
Schiphol Real Estate BV  
SPF Beheer BV  
Strabo BV  
Syntrus Achmea Real Estate & Finance  
TBI Holding B.V.  
The IBUS Company  
Wereldhave NV  
Yardi Systems BV

## bezoekadres

Huys Azië  
Jollemanhof 5  
1019 GW Amsterdam

## postadres

Postbus 140  
1000 AC Amsterdam

✉ [info@asre.nl](mailto:info@asre.nl)  
☎ 020 668 11 29  
📠 020 668 03 61

[www.asre.nl](http://www.asre.nl)

