Sectorstudie Vastgoedfinanciering

seo economisch onderzoek

Amsterdam, april 2011
In opdracht van Nederlandse Mededingingsautoriteit

Sectorstudie Vastgoedfinanciering

Marco Kerste
Joost Poort
Peter Risseeuw
Nicole Rosenboom

m.m.v. Ilan Akker

seo economisch onderzoek

Roetersstraat 29 - 1018 WB Amsterdam - T (+31) 20 525 1630 - F (+31) 020 525 1686 - www.seo.nl - secretariaat@seo.nl
ABN-AMRO 41.17.44.356 - Postbank 4641100 . KvK Amsterdam 41197444 - BTW 800943223 B02

"De wetenschap dat het goed is"

SEO Economisch Onderzoek doet onafhankelijk toegepast onderzoek in opdracht van overheid en bedrijfsleven. Ons onderzoek helpt onze opdrachtgevers bij het nemen van beslissingen. SEO Economisch Onderzoek is gelieerd aan de Universiteit van Amsterdam. Dat geeft ons zicht op de nieuwste wetenschappelijke methoden. We hebben geen winstoogmerk en investeren continu in het intellectueel kapitaal van de medewerkers via promotietrajecten, het uitbrengen van wetenschappelijke publicaties, kennisnetwerken en congresbezoek.

SEO-rapport nr. 2011-43

ISBN 978-90-6733-614-7

Copyright © 2011 SEO Amsterdam. Alle rechten voorbehouden. Het is geoorloofd gegevens uit dit rapport te gebruiken in artikelen en dergelijke, mits daarbij de bron duidelijk en nauwkeurig wordt vermeld.

Inhoudsopgave

Samenvatting ..... **i**

1 Inleiding **1**
1.1 Onderzoeksvragen 1
1.2 Scope en onderzoeksaanpak 1
1.3 Onderzoeksmethode en verantwoording 2
1.4 Leeswijzer 3

2 Theoretisch kader **5**

3 Marktontwikkeling en overheidsbeleid **11**
3.1 Marktontwikkeling vastgoedfinanciering 11
3.2 Overheidsbeleid: Basel III 13
3.2.1 Solvabiliteitseisen 13
3.2.2 Liquiditeitseisen 14

4 Marktstructuur **15**
4.1 Inleiding: marktstructuurindicatoren 15
4.2 Product 18
4.2.1 Productdifferentiatie 18
4.2.2 Syndicaatleningen 19
4.2.3 Substituten 20
4.3 Aanbod 23
4.3.1 Aanbieders 23
4.3.2 Concentratie 26
4.3.3 Toe- en uittreding door Nederlandse spelers 31
4.3.4 Internationale concurrentie 31
4.3.5 Toe- en uittredingsdrempels 32
4.4 Vraag 33
4.4.1 Typering van spelers 33
4.4.2 Kopersmacht 35
4.4.3 Overstapgedrag 37
4.5 Kennisachterstand en tussenpersonen 38
4.6 Conclusie 38

5 Gedrag **41**
5.1 Inleiding: gedragsindicatoren 41
5.2 Prijsbeleid 42
5.2.1 Achtergrond: elementen in de prijs 42
5.2.2 Prijsvorming, prijsdiscriminatie en transparantie 43
5.3 Productkoppeling 44
5.4 Organisatiegraad 44
5.5 Conclusie 44

6 Prestatie 47
6.1 Inleiding: prestatie-indicatoren 47
6.2 Prijsontwikkeling 48
6.2.1 Frequentie van prijsaanpassingen 48
6.2.2 Prijsstijging 48
6.2.3 Prijsverschillen 51
6.3 Prijsverschil met buitenlandse banken 52
6.4 Aanbodontwikkeling 53
6.5 Financiële gegevens 53
6.6 Innovatie 54
6.7 Conclusie 55

7 Segmentering 57
7.1 Herfinanciering 57
7.2 Syndicaatleningen 58
7.3 Overige deelsegmenten 59

8 Marktwerking en mededingingsrisico's 61
8.1 Structuur 61
8.2 Gedrag en Prestatie 63
8.3 Risico's op vlak van concurrentie en kartelvorming 65

Bijlage A De vastgoedsector 69

Literatuurlijst 73

Samenvatting

Dit onderzoek bestudeert de marktwerking in de vastgoedfinancieringsector op basis van Structuur-, Gedrags- en Prestatie-indicatoren. Een analyse van Structuurindicatoren brengt een drietal mogelijke risico's voor de mate van concurrentie en de aannemelijkheid van kartelvorming aan het licht: de concentratie is de laatste jaren gestegen – en niet alleen naar aanleiding van de kredietcrisis – en kan als hoog worden bestempeld, de overstapmogelijkheden voor afnemers zijn beperkt en voor syndicaatleningen in het bijzonder geldt dat aanbieders in staat lijken te zijn condities bij (her)financiering te dicteren. Voor indicatoren in verband met Gedrag en Prestatie zijn geen expliciete risico's vastgesteld, deels omdat het gebrek aan transparantie in de sector een diepgaande (kwantitatieve) analyse belemmert. Aan de gestegen prijzen sinds de kredietcrisis lijken vooral conjuncturele en institutionele ontwikkelingen ten grondslag te liggen. Dat er eerder sprake is van een schaarstepremie dan van een monopoliepremie kan door een gebrek aan kwantitatieve gegevens echter niet expliciet worden vastgesteld.

Onderzoeksvraag en afbakening

Dit onderzoek beoogt inzicht te verschaffen in de mate van concurrentie en de aannemelijkheid van kartelvorming in de vastgoedfinancieringsector.[1] Het richt zich primair op onderhandse financiering van vastgoed(activiteiten) via leningen aan niet-particulieren en aan particulieren die beleggen in vastgoed – dat wil zeggen die niet als doel hebben het vastgoed te gebruiken voor eigen woongenot. Financiering via obligaties, i.c. het aantrekken van vreemd vermogen via de kapitaalmarkt, en kredieten aan woningcorporaties blijven buiten beschouwing.

Binnen de structuur van het veelgebruikte Structuur-Gedrag-Prestatie (SGP) model van de Harvard School zijn, op basis van bronnenonderzoek en twee interviewrondes, indicatoren beoordeeld die een indicatie kunnen vormen voor mededingingsrechtelijke risico's. Bij gebrek aan kwantitatieve gegevens voor veel van de gebruikte indicatoren is de inzet niet om 'hard' econometrisch bewijs te leveren van mededingingsbeperkende activiteiten. Inzet is vooral het duiden van de mogelijke knelpunten op het vlak van marktwerking in kwalitatieve termen.

Effectieve concurrentie als toetssteen

Als ijkpunt bij het bepalen van mededingingsrechtelijke risico's wordt het begrip 'effectieve mededinging' gehanteerd. Bij voldoende effectieve concurrentie sluit het aanbod redelijk aan bij de vraag en tenderen prijzen *grosso modo* naar marginale kosten; in dat geval worden vragers niet gerantsoeneerd door mogelijke samenspanning of marktmacht van aanbieders. Mededingingsrechtelijke risico's verwijzen naar het kartelverbod (artikel 6 Mededingingswet) en het verbod op misbruik van economische machtspositie (artikel 24 Mededingingswet). Dit onderzoek richt zich, in lijn met de onderzoeksvraag opgesteld door de NMa, op *de mate van* concurrentie en *de aannemelijkheid* van kartelvorming – er wordt dus niet beoogd overtredingen in juridische zin vast te stellen.

[1] Een formele marktafbakening maakt geen deel uit van het onderzoek. Waar gesproken wordt over de 'vastgoedfinancieringsector' wordt dus niet noodzakelijkerwijs op een mededingingsrechtelijk afgebakende relevante markt gedoeld.

Het SGP-model veronderstelt een causaal verband tussen kenmerken van de marktstructuur, zoals de mate van concentratie tussen aanbieders, toetredingsbarrières en productdifferentiatie, en de mate van marktwerking. Dit wordt vervolgens geoperationaliseerd door gedragskenmerken, zoals het prijsbeleid van ondernemingen, met als resultaat de prestaties van de markt: ontwikkeling van prijzen en afgezette hoeveelheden. Concreet worden 'indicatoren' – onderverdeeld naar Structuur, Gedrag en Prestatie – gebruikt als toetsstenen om de mate van concurrentie en de aannemelijkheid van kartelvorming in te schatten. De geïdentificeerde risico's zijn daarmee een weerslag van de analyse van de indicatoren en geen vaststelling van misbruik van marktmacht of kartelvorming.

Mededingingsrechtelijke risico's

Tabel 1 geeft de conclusies per indicator uit het SGP-model weer.

Tabel 1 Mededingingsrechtelijke risico's in de vastgoedfinancieringssector: conclusies per indicator

Indicator	Beschikbare informatie		Risico op vlak van	
	Kwantitatief	*Kwalitatief*	*Mate van concurrentie*	*Collusie*
Concentratie	+/++	++	**Ja**	**Ja**
Overstapmogelijkheden	0	+	**Ja**	**Ja**
Syndicaatleningen	0/+	+	**Ja**	**Ja**
Substituten	0	+	**Mogelijk**	**Mogelijk**
Toe/uittreding	+	+/++	**Mogelijk**	**Mogelijk**
Toe/uittredingsdrempels	0	+	**Mogelijk**	**Mogelijk**
Prijselasticiteit	0	+	**Mogelijk**	**Mogelijk**
Organisatiegraad	0/+	+	*	**Mogelijk**
Prijsstijging	0	+	**Mogelijk**	**Mogelijk**
Hoge prijs t.o.v. buitenland	0	0/+	**Mogelijk**	**Mogelijk**
Innovatie	0	0/+	**Mogelijk**	**Mogelijk**
Productdifferentiatie	0	+	**Mogelijk**	**Nee**
(Prijs)transparantie	0	+	**Mogelijk**	**Nee**
Internationale concurrentie	+	+/++	**Nee**	**Nee**
Volatiliteit in vraag	0	+	**Nee**	**Nee**
Kennisachterstand vragers	0	0/+	**Nee**	**Nee**
Rol tussenpersonen	0	+	**Nee**	**Nee**
Stabiliteit aanbodontwikkeling	+	+	**Nee**	**Nee**
Countervailing power	0	0/+	Geen oordeel	
Switching rate	0	0/+	Geen oordeel	
Overstapkosten	0	0	Geen oordeel	
Prijsdiscriminatie	0	0/+	Geen oordeel	
Productkoppeling	0	0	Geen oordeel	
Frequentie van prijsaanpassingen	0	0	Geen oordeel	
Prijsverschillen	0	0	Geen oordeel	
Hoge (winst)marge	0	0	Geen oordeel	

Bron: SEO Economisch Onderzoek; *effect van indicator op mate van concurrentie niet eenduidig

Voor een drietal indicatoren, die alle betrekking hebben op de Structuur, zijn aanwijzingen gevonden die kunnen duiden op risico's voor de mate van concurrentie en de aannemelijkheid van kartelvorming. Voor de overige indicatoren zijn geen expliciete risico's vastgesteld. Hieronder wordt ingegaan op de indicatoren die duiden op mogelijke risico's.

De eerste indicator die 'op rood' staat, is de concentratie. Zoals uit Tabel 2 blijkt, is de concentratie de laatste jaren toegenomen; een proces dat al is gestart voorafgaande aan de kredietcrisis. De gemiddelde Herfindahl-Hirschman Index bedraagt ruim 2.100 over de periode 2005-2009. Afgezet tegen een drempelwaarde van 1.800, waarboven een markt als 'geconcentreerd' wordt bestempeld, is de concentratie hoog te noemen. Het is dan de vraag of er voldoende concurrentiedruk bestaat. Buitenlandse spelers blijken vooral in tijden van economische voorspoed actief, hun bijdrage is daarmee conjunctuurgevoelig. Het marktaandeel van de kleinere spelers is aardig constant over de tijd. De *competitive fringe*, de druk vanuit kleinere spelers op grotere spelers om marktaandeel af te snoepen, lijkt daarmee beperkt. In combinatie met een concurrentie-omgeving die door de hoge organisatiegraad en het ons-kent-ons gehalte voor aanbieders vermoedelijk transparanter is dan voor vragers, impliceert dit risico's voor zowel de mate van concurrentie als de aannemelijkheid van collusie. De huidige conjuncturele ontwikkelingen, waarin bijvoorbeeld nog niet verwacht mag worden dat buitenlandse spelers weer snel zullen toetreden, helpen hierbij niet.

Tabel 2 Concurrentiespeelveld

Speler	2005	2006	2007	2008	2009
Top-3	60%	61%	71%	84%	79%
Kleinere spelers 2005-2009	22%	21%	20%	14%	21%
Overige spelers	18%	18%	9%	2%	0%
Buitenlandse spelers	18%	18%	9%	2%	4%

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op (PropertyNL, 2007, 2008, 2009, 2010); zie Box 3 voor een toelichting op (de beperkingen van) de weergegeven data

Het leidt geen twijfel dat kapitaal momenteel een schaars goed is. Vastgoedfinanciering heeft daarbij ook nog te maken met de moeilijke markt voor onroerend goed – met een lagere waarde van het onderpand en hogere risico's als gevolg. Om afschrijvingen te voorkomen, gebruiken banken de beschikbare liquiditeiten bij voorkeur voor het doorrollen van herfinancieringen. Pas als deze zijn veiliggesteld, komen nieuwe financieringen in beeld. De mogelijkheden voor afnemers van krediet om, bij verlenging, overstapmogelijkheden als drukmiddel in te zetten zijn hierdoor beperkt. De aanbieder zit dan ook aan het roer bij heronderhandelingen en kan condities voor een belangrijk deel opleggen. Ook op vlak van 'overstapmogelijkheden' worden risico's geïdentificeerd voor de mate van concurrentie en de aannemelijkheid van collusie.

Syndicaatleningen voor vastgoedfinanciering vormen een specifiek punt van aandacht. In de Nederlandse markt is slechts een beperkt aantal grote partijen actief. Sinds de kredietcrisis staan banken in algemene zin negatief tegenover syndicaatleningen met veel partijen, dus een combinatie van veel kleine syndicaatsleden is geen alternatief. Opgeteld bij het terugtrekken van buitenlandse banken, resteert een sterk beperkt aantal syndicaatscombinaties en hebben afnemers amper tot geen mogelijkheden om bij heronderhandeling van aanbieder(sgroep) te wisselen. Het vermoeden is dat de informatie die banken via hun syndicaatdesken ontvangen over shopgedrag

van hun klanten hierbij een versterkende rol speelt. Een theoretische analyse van de marktstructuur in dit segment ondersteunt de conclusie dat de syndicaatleningen risico's meebrengen op het vlak van de mate van concurrentie en de aannemelijkheid van collusie.

De drie indicatoren waarvoor risico's zijn geïdentificeerd, hebben betrekking op de Structuur. Voor indicatoren in verband met Gedrag en Prestatie zijn geen expliciete risico's vastgesteld. Dit ligt voor een deel aan het gebrek aan transparantie in de sector, zoals ook blijkt uit de kolommen in Tabel 1 waarin een oordeel wordt gegeven over de beschikbare informatie per indicator. Op kwalitatieve gronden kan weliswaar worden gesteld dat de prijsvorming intransparant is en de prijzen sterk zijn gestegen sinds de crisis, maar het is de vraag of dit duidt op een schaarstepremie of een monopoliepremie. Hoewel de conjuncturele en institutionele ontwikkelingen duiden op een schaarstepremie als verklaring, kan het bestaan van een monopoliepremie niet worden verworpen. Het ontbreekt aan voldoende informatie om hierover een harde conclusie te trekken.

1 Inleiding

De vastgoedfinancieringsector kent de laatste jaren een tumultueuze ontwikkeling. De kredietcrisis heeft flinke klappen uitgedeeld. Gevestigde partijen zijn terughoudend met het oog op de moeilijke situatie op de commerciële vastgoedmarkt, de krappe liquiditeitsposities, en de aangekondigde aanscherping van kapitaaleisen. Kleinere partijen hebben de markt verlaten en een van de grote spelers heeft aangekondigd de activiteiten sterk te beperken. De algemene opinie is dat vastgoedfinanciering, ondanks enkele 'toetreders', momenteel een schaars goed is. In concrete zin ervaart de sector problemen met herfinanciering, met name waar sprake is van leegstand. Dit is des te alarmerender, gezien de golf van herfinanciering die in het verschiet ligt. De aangescherpte kredietvoorwaarden impliceren daarnaast voor vermogensverstrekkers een lagere hefboom, wat betekent dat ze meer eigen vermogen moeten inbrengen, en daardoor lagere rendementen realiseren. Dit alles vraagt om verscherpte aandacht voor mededingingsrechtelijke risico's. Daarbij moet een afweging gemaakt worden tussen de noodzaak om schoon schip te maken op een markt waar gedurende vele jaren (te) grote risico's zijn genomen, en het voortdurend belang van gezonde concurrentieverhoudingen.

1.1 Onderzoeksvragen

Het doel van het onderzoek is meer inzicht te krijgen in de mate van marktwerking en mededingingsrechtelijke risico's in de vastgoedfinancieringsector. Hierbij staan de volgende onderzoeksvragen centraal:

1. Wat zegt de structuur van de markt over de mate van concurrentie en de aannemelijkheid van kartelvorming?
2. Wat zegt het gedrag (de conduct) van de markt over de mate van concurrentie en de aannemelijkheid van kartelvorming?
3. Wat zegt het resultaat (de performance) van de markt over de mate van concurrentie en de aannemelijkheid van kartelvorming?

1.2 Scope en onderzoeksaanpak

Dit onderzoek richt zich op onderhandse financiering van vastgoed(activiteiten) via leningen aan niet-particulieren en aan particulieren die beleggen in vastgoed – dat wil zeggen die niet als doel hebben het vastgoed te gebruiken voor eigen woongenot.[2] Kredieten aan woningcorporaties behoren niet tot de scope.

[2] De beperking tot onderhandse leningen betekent dat financiering via obligaties, i.c. het aantrekken van vreemd vermogen via de kapitaalmarkt, niet tot de scope behoort.

Vastgoedfinanciering heeft betrekking op krediet om commerciële vastgoedprojecten uit te voeren of commercieel vastgoed te kopen.[3] Het vastgoed geldt vervolgens als onderpand voor het krediet. Op de markt voor vastgoedfinanciering zijn beleggers de vragers en verschaffers van kredieten de aanbieders. Aanbieders zijn veelal, maar niet uitsluitend banken.

Beleggers in vastgoed realiseren rendement door het exploiteren (lees verhuren) van onroerend goed en/of het verzilveren van de waardestijging van het betrokken onroerend goed. Beleggers creëren extra waarde door een deel van de investering niet met eigen vermogen maar met vreemd vermogen te financieren. Immers: de kosten van het vreemd vermogen liggen vast en zijn relatief laag ten opzichte van de rendementseis op eigen vermogen. Dit betekent een stijgend rendement op eigen vermogen, als de winst uit verhuur en waardestijging gerealiseerd wordt met een kleiner bedrag aan eigen vermogen. Dit mechanisme staat te boek als hefboomwerking (*leverage*).

Het doel van dit onderzoek is een analyse van de mate van marktwerking en van mogelijke mededingingsrechtelijke risico's in de vastgoedfinancieringsector. Het daadwerkelijk bestaan van mededingingsbeperkende activiteiten valt buiten de scope. De aanpak hierbij is om, vanuit de long list van indicatoren binnen het veelgebruikte Structuur-Gedrag-Prestatie (SGP) model van de Harvard School, op basis van informatie uit de markt voor vastgoedfinanciering te werken met indicatoren toegespitst op de vraagstelling van dit onderzoek. De set aan te bespreken indicatoren is mede tot stand gekomen op basis van input van de opdrachtgever, de Nederlandse Mededingingsautoriteit. Er is bewust voor gekozen om ook indicatoren te bespreken waar weinig informatie over beschikbaar is. Op deze manier ontstaat een helder beeld over de beperkingen in de informatie over deze sector. Bij gebrek aan kwantitatieve gegevens voor veel van de gebruikte indicatoren is de inzet van deze studie niet om 'hard' econometrisch bewijs te leveren van mededingingsbeperkende activiteiten. Inzet is vooral het duiden van de mogelijke knelpunten op het vlak van marktwerking in kwalitatieve termen.

1.3 Onderzoeksmethode en verantwoording

Bij een onderzoek naar de mate van concurrentie en de aannemelijkheid van kartelvorming op basis van indicatoren binnen het SGP-model wordt bij voorkeur mede gebruik gemaakt van kwantitatieve gegevens over de indicatoren. Hiertoe is uitgebreid bronnenonderzoek gedaan naar academische en andere openbare databases, vaktijdschriften en informatie ontsloten door de sector zelf, waaronder bedrijfsoverstijgende bronnen zoals PropertyNL. De enige indicator voor de Nederlandse vastgoedfinancieringsector waar meerjarige cijfers over beschikbaar zijn betreft de productie van leningen.[4] Voor de overige indicatoren is kwantitatieve informatie slechts zeer fragmentarisch beschikbaar. Dit beeld wordt bevestigd tijdens interviews met aanbieders, vragers en andere (academische) sectorspecialisten.[5]

In een poging om de markt in termen van segmenten en volumes beter in beeld te krijgen, is een uitvraag gedaan bij 7 grote aanbieders en 2 adviesbureaus. Concreet is gevraagd naar het aandeel

---

3 Dit rapport gaat er van uit dat hypotheken betrekking hebben op kredieten aan particulieren met als doel om het vastgoed te gebruiken voor eigen woongenot. De term 'hypotheek' zal daarom verder niet worden gebruikt in dit rapport.

4 Vermeld zij dat de cijfers over kredietproductie slechts afkomstig zijn van één bron.

5 Dit speelt ook in andere landen (Curlow & Hobbs, 2009).

van verschillende marktsegmenten in termen van productie en totaal uitstaande bedragen in 2009. De doelstelling was om inzicht te krijgen in de omvang van segmenten om zo eventuele mededingingsrechtelijke risico's binnen een segment te kunnen wegen naar relatief belang. Van de 7 aangeschreven aanbieders van vastgoedfinanciering gaven 6 aan de uitvraag niet in te kunnen of willen vullen. Van de twee onafhankelijk (advies)bureaus, gaf één aan de uitvraag niet te kunnen invullen.[6] Van de negen uitvragen zijn er dus twee ingevuld geretourneerd.[7] De ontvangen informatie is onvoldoende gebleken om kwantitatieve conclusies te trekken, maar is wel gebruikt ter ondersteuning van de conclusies naar aanleiding van de kwalitatieve analyse.[8]

In aanvulling op de zoektocht naar en analyse van beschikbare, kwantitatieve gegevens is tevens een aantal interviews gehouden. Aangezien openbare informatie over de sector schaars is, is hier in overleg met de opdrachtgever veel gewicht aan gegeven. De interviews zijn in twee fases ingedeeld.[9] In de eerste fase is gesproken met acht partijen, waarbij de nadruk lag op brancheorganisaties en sectorspecialisten. Deze fase is gebruikt om de sector in brede zin te verkennen, de resultaten uit de deskresearch te controleren en nieuwe aanknopingspunten hiervoor op te stellen, indicatoren met mogelijk grote mededingingsrechtelijke risico's te inventariseren en geschikte interviewpartners voor de tweede fase te identificeren. In de tweede fase is met 14 partijen gesproken, onderverdeeld in aanbieders, afnemers en adviseurs/tussenpersonen. In deze fase lag de nadruk op het verder invullen van informatie over de indicatoren met bijzondere nadruk op die indicatoren waar op basis van de eerste fase relatief grote mededingingsrechtelijke risico's werden verwacht. Met de meeste partijen is met meerdere personen en/of op meerdere momenten gesproken.

1.4 Leeswijzer

In hoofdstuk 2 wordt het Structuur-Gedrag-Prestatie (SGP) model als theoretisch kader gepresenteerd, dat als startpunt dient voor de analyse. Na een analyse van exogene indicatoren in hoofdstuk 1, worden in de drie navolgende hoofdstukken de indicatoren uit de hoofdonderdelen van het model besproken. Elk hoofdstuk start met een bespreking van de relevante indicatoren en de impact die zij hebben op de mate van concurrentie en de aannemelijkheid van mededingingsbeperkende activiteiten en sluit af met een overzicht van de conclusies per indicator. In hoofdstuk 1 wordt bekeken of de bevindingen over de sector als geheel in de voorgaande hoofdstukken nog verschillen tussen segmenten. Hoofdstuk 1 presenteert de eindconclusie met betrekking tot marktwerking en mededingingsrisico's.

---

6 In de interviews zijn gesprekspartners over het algemeen bereid kwalitatieve uitspraken te doen (waarbij tussen de regels door ook cijfers ter tafel komen), maar niet om kwantitatieve inschattingen over de gehele markt te doen. Hierbij speelt waarschijnlijk een rol dat er geen uniforme definitie van vastgoedfinanciering wordt gehanteerd. Gesprekspartners weten wat er speelt maar precieze cijfers zijn er niet. En de cijfers die er zijn, sluiten niet noodzakelijkerwijs aan bij de definitie zoals gehanteerd in dit rapport.

7 Uit oogpunt van vertrouwelijkheid wordt niet vermeld welke partijen zijn aangeschreven. De onderzoekers danken alle partijen voor hun reacties en toelichting.

8 Tevens is contact gelegd met het Kadaster om te achterhalen of de hen beschikbare gegevens zich lenen om specifieke segmenten, zoals syndicaatleningen, te kwantificeren. Het Kadaster mag echter geen informatie verstrekken over de hypotheeksom en de verstrekker van de hypotheek.

9 Uit oogpunt van vertrouwelijkheid wordt de naam van de interviewpartners niet vermeld. De onderzoekers danken alle interviewpartners hartelijk voor hun tijd en de waardevolle input.

2 Theoretisch kader

Effectieve concurrentie als toetssteen voor dit onderzoek

Marktwerking is een situatie waarin vraag en aanbod voor de coördinatie van economische beslissingen zorgen. Als vraag en aanbod elkaar onbelemmerd kunnen vinden, spreken we van volledige vrije mededinging. Volledige vrije werking van markten leidt theoretisch gesproken tot de beste prijs-kwaliteitverhouding en de hoogste welvaart voor consumenten.

Volkomen vrije mededinging houdt in dat er sprake is van:

- veel kleine aanbieders en vragers, die afzonderlijk de marktprijs niet kunnen beïnvloeden,
- een homogeen goed en een transparante markt (er is perfecte informatie over prijzen en over de kenmerken van de goederen; er zijn dan ook geen externe effecten); en
- vrije toe- en uittreding.

In de praktijk wordt zelden aan al de voorwaarden van volledig vrije mededinging voldaan. Op de meeste markten speelt marktfalen een rol, er zijn afwijkingen van het theoretische model van perfecte concurrentie. Toegepast onderzoek hanteert daarom een ander concept, namelijk *effectieve mededinging*. Dit begrip houdt rekening met de diversiteit aan marktstructuren in de economie, die niet gedekt wordt door het uniforme begrip perfecte concurrentie. Kernvraag is wanneer er voldoende concurrentie is om markten goed te laten werken. Dit kan ook met een enkele aanbieder als er voldoende potentiële concurrentie is of in een situatie waarin er maar twee aanbieders zijn. Dus wanneer is er voldoende en dus effectieve concurrentie, met 2, 20 of 200 aanbieders op een markt?

Het antwoord zal per markt anders zijn. Dit verklaart waarom er in de literatuur geen uniforme definitie van het begrip effectieve concurrentie gegeven wordt.[10] Kern is het marktproces en de rivaliteit tussen aanbieders die voor voldoende concurrentiedruk moeten zorgen. Of dat lukt is afhankelijk van verschillende factoren:

- *Scope van de rivaliteit*: Niet alleen concurrentie op prijs maar ook op kwaliteit, dienstverlening en innovatie;
- *Voldoende vergelijkbaarheid*: Vragers moeten kunnen kiezen tussen aanbieders. Dit betekent dat de transparantie van het aanbod voldoende groot moet zijn om vragers een reële keuzemogelijkheid te kunnen bieden. Dit hangt onder meer af van transparantie in de prijsvorming en de mate van homogeniteit van verhandelde producten;
- *Grip op de markt*: Soms beschikken marktpartijen over middelen om prijzen of afgezette hoeveelheden te controleren. Dit vermindert de effectiviteit van de concurrentie;
- *Marktdynamiek*: Voldoende toe- en uittreding, wat betekent dat de drempels tot de markt niet te hoog moeten zijn;
- *Duur van de concurrentie*: Concurrentie is het meest intensief als er sprake is van een continue rivaliteit tussen aanbieders. In markten waarin de concurrentie-intensiteit fluctueert door bijvoorbeeld conjuncturele ontwikkelingen of de concurrentie periodiek wordt uitgeschakeld (bij aanbesteding van concessies met een specifieke duur) is de concurrentie minder effectief.

[10] Zie: (OECD, 1993), pp. 85-86.

Bij voldoende effectieve concurrentie sluit het aanbod redelijk aan bij de vraag en tenderen prijzen *grosso modo* naar marginale kosten. Dit dynamisch marktproces sluit in theorie aan bij de resultaten van het model van perfecte concurrentie, maar het is belangrijk om het verschil te benadrukken: het begrip effectieve concurrentie kijkt naar indicatoren voor de beoordeling van marktwerking in praktische situaties en wordt op die wijze ingevuld in toegepast mededingingsonderzoek.[11] Doel van dit onderzoek is om het begrip effectieve concurrentie invulling te geven via de indicatoren van het structuur-gedrag-prestatie raamwerk dat hieronder wordt toegelicht.

Het structuur-gedrag-prestatie model als analytisch kader

Empirisch onderzoek naar de mate van effectieve mededinging op verschillende markten is vaak gebaseerd op het Structuur-Gedrag-Prestatie (SGP)-model van de Harvard School. Dit model is in het midden van de vorige eeuw door Harvard-economen ontwikkeld als middel om inzicht te krijgen in de krachten achter de werking van markten. Het veronderstelt een causaal verband tussen de verschillende onderdelen van de markt. Kenmerken van de marktstructuur zoals de mate van concentratie tussen aanbieders, toetredingsbarrières en productdifferentiatie zouden in verband staan met de mate van marktwerking, geoperationaliseerd door gedragskenmerken zoals het prijsbeleid van ondernemingen met als resultaat de prestaties van de markt: ontwikkeling van prijzen en afgezette hoeveelheden. Dit model is in de loop van jaren toegepast in veel empirische studies en heeft enorme impact gehad op het mededingingsbeleid in zowel de VS als in Europa.[12]

De veelvuldige empirische toetsing heeft geleid tot aanpassingen van het model en heeft ook de beperkingen van het model in beeld gebracht. Zo scherpen Scherer en Ross het SGP-model aan door ook de basiscondities van de markt mee te nemen evenals de invloed van overheidsbeleid op de verschillende onderdelen van het model.[13] Het resultaat is een schematische weergave van het SGP-model, zoals weergegeven in Figuur 1. Dit model geeft aan dat ontwikkelingen buiten de markt om zoals economische groei, technologische ontwikkeling en de ordening van de arbeidsmarkt, de structuur van specifieke goederen- en dienstenmarkten beïnvloeden. Zo beperkt snelle technologische verandering de mogelijkheid voor dominante aanbieders om mededingingsbeperkende afspraken te maken over bijvoorbeeld prijzen, volumes of de verdeling van de markt (collusie). De organisatiegraad van werknemers via de vakbeweging bepaalt mede de dynamiek op de arbeidsmarkt en heeft als afgeleid effect invloed op de mate van concurrentie op productmarkten in het algemeen.

Via de schakels marktstructuur en gedrag ontstaat in het SGP-model een keten van oorzaak-gevolgrelaties met als uitkomst de prestaties van de betreffende markt. De toetssteen voor het wegen van de prestaties is, zoals hierboven toegelicht, het negatieve welvaartseffect van onvolledige marktwerking. In het ideale geval volgt het aanbod de ontwikkelingen in de vraag zo nauwgezet mogelijk en benadert de markt een evenwicht van vraag en aanbod. Afwijkingen van een situatie van effectieve concurrentie moeten worden afgelezen aan de prijsontwikkeling (te hoog voor veel consumenten), de kwaliteit van producten en diensten (slecht aansluitend bij de vraag van klanten) en bijvoorbeeld de mate van innovatie in de markt.

---

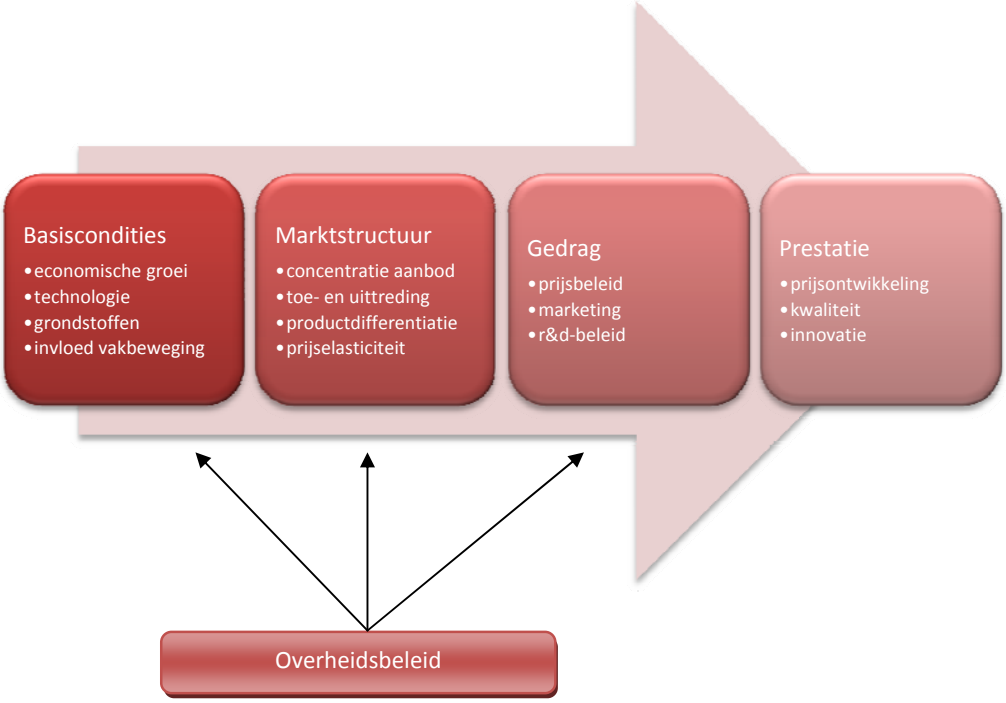
11 Voor een verdere toelichting op het begrip effectieve concurrentie, zie bijvoorbeeld (Scherer & Ross, 1990), pp. 53-54.

12 (Bergh & Camesasca, 2001).

13 (Scherer & Ross, 1990).

In het uitgebreide SGP-model is overheidsbeleid een van de factoren waarmee rekening gehouden moet worden. Overheidsbeleid is tenslotte van invloed op verschillende onderdelen van de SGP-keten zoals de economische groei, maar ook meer specifiek op het gedrag van marktpartijen. De invulling en effecten van overheidsbeleid verschillen uiteraard per markt.

Figuur 1 Structuur-Gedrag-Prestatie-model



Veelvuldige empirische toetsing van het SGP-model heeft de waarde van dit model voor mededingingseconomische vragen bewezen. Toepassing van het SGP-model kan worden beschreven als een vorm van speur- of detectivewerk. De analyse van Grout en Sonderegger voor de Engelse toezichthouder OFT is een mooi voorbeeld van de mogelijke opbrengst van dit type analyse: het levert aanwijzingen voor kartelvorming op specifieke markten.[14] Zo stellen Grout en Sonderegger via econometrische analyse een lijst op van 30 sectoren met een oplopende kans op kartelvorming. Dit zijn markten waar een kartel nog niet eerder is aangetoond.

Anderen oordelen genuanceerder over het nut van de SGP-benadering. Harrington is bijvoorbeeld kritisch over de waarde van structuurkenmerken als detectie-instrument of indicator.[15] Hij wijst op het risico van 'false positives', structurele kenmerken die op een kartel wijzen, zonder dat het kartel daadwerkelijk aanwezig is. Het 'probleem' voor de analist is dat kartels relatief weinig voor komen, waardoor structurele kenmerken te weinig onderscheidend zijn. Het is volgens Harrington daarom beter om gedragskenmerken te onderzoeken die kunnen worden gekoppeld aan het daadwerkelijk werkzaam zijn van een kartel.

14 (Grout & Sonderegger, 2005).
15 (Harrington, 2006).

Dit is in feite een '*behavioral approach to screening*' met extra aandacht voor 'verdachte' patronen in de ontwikkeling van prijzen en afgezette hoeveelheden.

'Verdachte' patronen zijn lastig te veralgemeniseren. Een stijging van de marktprijs kan in de ene markt duiden op verboden collusie van aanbieders, maar in een andere markt het gevolg zijn van veranderingen in de kostenstructuur. Theorie en empirie van de industriële organisatie richten zich daarom steeds meer op begrip van specifieke marktkenmerken. Wat gebeurt er in de markt als een fusie van de twee grootste partijen wel of niet doorgaat? Wat is het effect in de markt als de overheid tarieven wel of niet reguleert? Dit zijn vragen die alleen binnen de kaders van een specifieke markt beantwoord kunnen worden, waar in vroegere analyse de vergelijking tussen sectoren en industrieën centaal stond. Deze beweging van zogeheten cross-sectie-onderzoek naar sectorspecifieke analyse staat in de literatuur bekend als de 'nieuwe' empirische industriële organisatie.[16] In aanvulling hierop zorgt toepassing van speltheorie en de economische analyse van informatieproblemen voor een scherper beeld van de oorzaken van 'verdachte' gedragingen en patronen op het niveau van markten en sectoren.[17]

De boodschap vanuit de theorie is dat toepassing van het SGP-model op de markt voor vastgoedfinanciering alleen kan gebeuren op basis van indicatoren die specifiek voor deze sector zijn. Zoals Porter stelt: de leer van de industriële organisatie levert geen algemeen geldige aanpak voor het detective werk dat nodig is om collusie of misbruik van een machtspositie aan te tonen. "Case studies are inevitable."[18]

De indicatoren besproken in de rest van dit rapport volgen ruwweg de structuur van het SGP-model, waarbij eerst de relevante economische ontwikkeling en overheidsbeleid in de sector wordt besproken en daarna respectievelijk marktstructuur-, gedrag- en prestatie-indicatoren. Daarbij wordt steeds aangegeven wat de relevantie is van de besproken indicatoren voor de mate van marktwerking.

Aanwijzingen voor collusie en de mate van marktwerking

Mededingingsrechtelijke risico's in de vastgoedfinanciering verwijzen naar het kartelverbod (artikel 6 Mededingingswet) en het verbod op misbruik van een economische machtspositie (artikel 24 Mededingingswet). Bij het kartelverbod gaat het om overeenkomsten, besluiten of onderling afgestemde feitelijke gedragingen van ondernemingen die tot gevolg hebben dat "de mededinging op de Nederlandse markt of een deel daarvan wordt verhinderd, beperkt of vervalst".

Bij het verbod op misbruik van een economische machtspositie speelt in de eerste plaats de vraag of er sprake is van een economische machtspositie. Dit begrip is ontleend aan het Europees mededingingsrecht, zoals geformuleerd in het *United Brands* arrest van het Europese Hof van Justitie.[19] Kern is dat een machtspositie de onderneming in staat stelt de daadwerkelijke mededinging op de relevante markt te verhinderen; de onderneming kan zich in belangrijke mate "onafhankelijk" van concurrenten en afnemers gedragen. In de handhavingspraktijk wordt er van

16 (Einav & J. Levin, 2010).
17 Zie bijvoorbeeld: (Tirole, 1988).
18 (Porter, 2005).
19 Zaak 27/76 United Brands Company en United Brands Continental, Jurispr. 1978.

uitgegaan dat er van een machtspositie geen sprake is wanneer het marktaandeel van de betrokken ondernemingen of groep ondernemingen onder de 40% ligt, maar deze drempel is niet absoluut. Het gaat uiteindelijk om het effect op de mededinging. Daarvoor is ook bepalend met welk gedrag of handeling misbruik van een economische machtspositie wordt gemaakt. Misbruik is in de wetgeving niet gedefinieerd. Gelet op de Richtsnoeren van de Europese Commissie gaat het hier om gedragingen die gericht zijn op het uitsluiten van (potentiële) concurrenten van de markt. Voorbeelden van deze gedragingen zijn roofprijzen, koppelverkoop en leveringsweigering.

Het doel van dit onderzoek is niet om te beoordelen of er in juridische zin sprake is van een overtreding van het kartelverbod en het verbod op misbruik van een economische machtspositie. Om het mededingingsrechtelijke risico te beoordelen kijkt dit onderzoek conform de vraagstelling naar de mate van concurrentie in de markt en de aannemelijkheid van kartelvorming:

- *Is er een aanwijzing voor collusie in de markt?* Collusie kan mogelijk leiden tot besluiten of gedragingen die de mate van mededinging op de markt voor vastgoedfinanciering negatief beïnvloeden.
- *Is er voldoende onderlinge concurrentie en/of potentiële concurrentie?* Dit onderdeel kijkt in eerste instantie naar de concentratiegraad. Een hoog marktaandeel is doorgaans een indicatie voor het ontbreken van voldoende concurrentie tussen bestaande aanbieders. Potentiële concurrentie kan in dit geval ook voor disciplinering zorgen. Hoge prijzen en uitsluitingsgedrag kunnen erop wijzen dat ook de potentiële concurrentie onvoldoende krachtig is om voor effectieve concurrentie te zorgen.

In de volgende hoofdstukken worden de indicatoren voor toepassing van het SGP-raamwerk op de markt voor vastgoedfinanciering nader uitgewerkt en wordt op basis van de indicatoren beoordeeld of er risico's zijn voor collusie en/of voor onvoldoende concurrentie.

3 Marktontwikkeling en overheidsbeleid

Dit hoofdstuk gaat in op de algehele ontwikkeling van de markt voor vastgoedfinanciering en het relevante overheidsbeleid. In het SGP-model zijn dit gegeven, onafhankelijke grootheden, maar dat betekent niet dat ze geen invloed hebben op de mate van mededinging in de markt.. Economische groei is een drijvende kracht achter vraag en aanbod. Algemeen geldt dat een stabiele of gelijkmatig groeiende marktontwikkeling samenspanning tussen aanbieders eenvoudiger maakt omdat ze beter in staat zijn te controleren dat anderen zich aan gemaakte afspraken houden. Ook stilzwijgende (taciete) collusie treedt sneller op in een stabiele markt. In een markt met een wispelturige vraag is het maken van stilzwijgende afspraken lastiger, omdat er geen duidelijke gemeenschappelijke signalen zijn om het gedrag op af te stemmen.[20] De impact van overheidsbeleid is erg specifiek voor markt en sector. Gedacht kan worden aan regulering van toe- en uittreding. Vergunningseisen werpen bijvoorbeeld een toetredingsbarrière op en verhogen daarmee de kans op collusie.

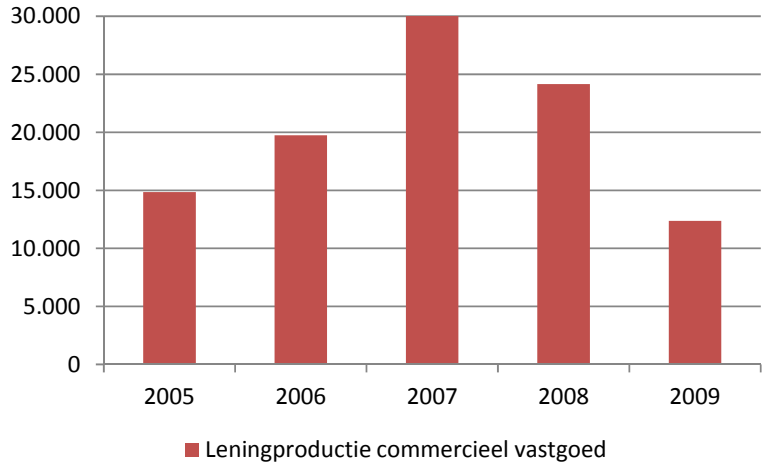
3.1 Marktontwikkeling vastgoedfinanciering

De markt voor vastgoedfinanciering is de laatste jaren geconfronteerd met een hevige dynamiek. Ter illustratie geeft Figuur 2 de ontwikkeling van afgesloten vreemd vermogenfinanciering weer in termen van nieuwe kredieten en herfinancieringen op jaarbasis in de periode 2005-2009. Er zijn amper sectoren te benoemen die geen hinder ondervinden van de kredietcrisis, maar dit geldt in het bijzonder voor activiteiten die zich bevinden in het speelveld van de financiële sector zelf – zoals vastgoedfinanciering. De overvloed aan liquiditeit die voorafgaande aan de crisis voorradig was tegen historisch zeer gunstige prijzen, resulteerde in een onstuimige groei van kredietverlening. Voor de vastgoedsector kwam daarbij dat er geen grenzen leken te bestaan aan de prijsontwikkeling van het onderliggende onderpand. Bouwprojecten rolden van de tekentafel, investeerders stonden in de rij voor vastgoedbeleggingen en banken waren maar al te zeer bereid het benodigde vreemd vermogen te leveren tegen hoge Loan-to-value (LTV) ratio's en lage rentes.[21] Ook spelers uit het buitenland en spelers die voorheen niet op vastgoedfinanciering waren gericht, betraden de markt. Omdat de toezichthouder beperkingen oplegt aan de kredietomvang ten opzichte van het eigen vermogen (solvabiliteitsnormen) werd ruimte op de balans vrijgemaakt door portefeuilles van commercieel vastgoedkrediet te verkopen via zogenaamde Special Purpose Vehicles. De pakketten hypotheken die verkocht worden, worden ook wel Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS) genoemd.

[20] Dit is een standaard resultaat in de literatuur. Grout en Sonderegger noemen het een "extremely robust result holding in all models". Zie: (Grout & Sonderegger, 2005).

[21] De LTV is een maatstaf voor het aandeel vreemd vermogen in de totale investering. Daarbij geldt dat hoe hoger het krediet is en opzichte van de waarde van het onderpand, des te groter het risico voor de bank.

Figuur 2 Vreemdvermogenverschaffing bereikte hoogtepunt in 2007 (in miljoenen euro's)



Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op (PropertyNL, 2007, 2008, 2009, 2010)

Met de kredietcrisis kwam een abrupt einde aan deze ontwikkeling. Financiële instellingen voelden als eerste de pijn van de Amerikaanse hypothekencrisis via de CMBS-constructies en het wegvallen van het onderlinge vertrouwen tussen banken. De vastgoedfinancieringsmarkt werd op verschillende manieren getroffen. Door het gebrek aan vertrouwen, en het opdrogen van de CMBS-markt, ontstonden fundingproblemen. Daar waar veel grote, algemene banken staatssteun kregen, voelden vastgoedfinanciers die onderdeel uitmaakten van deze grote concerns hoe de broekriem werd aangetrokken. Meer specifiek voor de sector zelf, gold dat de vele kredietconsortia problemen kregen met herfinanciering omdat er altijd wel een financier was die zich terug wilde trekken. Daar kwam bij dat de waarde van onroerend goed onder druk kwam te staan, waardoor de risico's toenamen terwijl de risicobereidheid in den brede juist was afgenomen. Ten slotte hangt Basel III, de aangescherpte internationale solvabiliteitseisen, boven de markt, een aanscherping die met de crisis onomstotelijk is geworden.

De vastgoedfinancieringsector is dus onderhevig geweest aan majeure conjunctuurgedreven ontwikkelingen en aan structurele veranderingen.[22] Het is onvermijdelijk dat dit impact heeft op de marktstructuur en het gedrag van marktspelers. Het beeld dat in de komende paragrafen en hoofdstukken wordt geschetst moet dus steeds afgezet worden tegen deze ontwikkelingen: in hoeverre zijn bevindingen oorzakelijk verbonden met de conjuncturele ontwikkelingen en de structurele veranderingen en in hoeverre is er mogelijk sprake van geïsoleerde, mededingingsrechtelijke risico's? Tegelijkertijd kan geconcludeerd worden dat de economische dynamiek in en rondom de vastgoedfinancieringsector mededingingsrechtelijke risico's uit hoofde van een 'stabiele economische ontwikkeling' op dit moment uitsluit.

[22] Deze laatste categorie bevat in ieder geval de veranderde risico-perceptie en de aangescherpte reguleringseisen.

3.2 Overheidsbeleid: Basel III

In termen van overheidsbeleid zijn met name de recente ontwikkelingen op het gebied van kapitaal- en liquiditeitseisen van belang voor vastgoedfinanciers.

3.2.1 Solvabiliteitseisen

Om te voorkomen dat banken over onvoldoende buffers beschikken om verliezen op te vangen, en daarmee nationaal en internationaal andere banken en de reële economie besmetten, is in internationaal opzicht regelgeving opgesteld door het *Basel Committee on Banking Supervision*. In 1988 is het *Basel Capital Accord* getekend, ook wel Basel I genoemd. Hierin werden kapitaaleisen aan banken opgelegd: per saldo gold een minimale kapitaalbuffer van 8 procent ten opzichte van risico-gewogen activa. In 2007 is de opvolger, Basel II, in werking getreden (Federal Reserve, 2008). Basel II gaf banken meer vrijheid om met eigen modellen risico's in te schatten en op basis daarvan kapitaal aan te houden. Het Basel II akkoord is door vele landen ondertekend en is in Nederland als Wet implementatie kapitaalakkoord Basel II, per 1 januari 2007 verwerkt in de Wft.[23]

Op 12 september 2010 is het Basel III-akkoord getekend door de *Basel Committee on Banking Supervision*. Het akkoord beoogt nieuwe financiële crises te voorkomen en het risico te verminderen dat overheidssteun nodig is. Banken moeten meer reserves aanhouden om als buffer te dienen bij mogelijke tegenslagen. De richtlijnen van Basel III worden vanaf 2013 geleidelijk ingevoerd om in 2018 op het gewenste niveau uit te komen.

Met Basel III zijn de solvabiliteitseisen van banken aangescherpt. Tijdens de kredietcrisis is gebleken dat voor het opvangen van tegenslagen vooral het zogenaamde 'kernkapitaal' van belang is (De Nederlandsche Bank, 2009). De kwaliteit van de aangehouden buffer is daarmee van groot belang gebleken. Als reactie daarop zijn de kwaliteitseisen verscherpt. Binnen de totale kapitaaleis van 8 procent moet de komende jaren een steeds groter deel bestaan uit 'kernkapitaal'.[24] Daarnaast zijn de toelatingscriteria voor kapitaalinstrumenten die tot kernkapitaal kunnen worden gerekend aangescherpt, waarbij de nadruk komt te liggen op aandelenkapitaal en ingehouden winsten.[25]

Deze verscherpte solvabiliteitseisen moeten resulteren in een betere financiële gezondheid en stabiliteit van de financiële sector. Om aan deze verhoogde buffer te voldoen, hebben banken verschillende mogelijkheden. Zij kunnen hun winsten inhouden en investeren in kapitaalreserves. Ook is het mogelijk om via aandelenemissies extra geld aan te trekken. Een derde optie is balansverkorting, dat wil zeggen het afstoten of verminderen van activiteiten. Een analyse van de

---

23 Meer specifiek: wijziging van de Wet op het financieel toezicht ter uitvoering van richtlijn nr. 2006/48/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 14 juni 2006 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen (herschikking) (PbEU L 177) en richtlijn nr. 2006/49/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 14 juni 2006 inzake de kapitaaltoereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen (herschikking) (PbEU L 177) (Wet implementatie kapitaalakkoord Basel 2, 2006).

24 De minimale hoeveelheid kernkapitaal (ook wel 'Tier 1' kapitaal) stijgt van de huidige 4% naar 6%, Hierbinnen stijgt het strengere 'core Tier 1' van 2% naar minimaal 4,5% en wijzigt het ruimer gedefinieerde 'non-core Tier 1' van 2% naar minimaal 1,5%. De totale kapitaaleis, de solvabiliteits- of BIS-ratio, blijft onveranderd op 8%.

25 Voor een volledig overzicht van wijzigingen, zie bijvoorbeeld (De Nederlandsche Bank, 2010b).

investeringsbank Credit Suisse voorspelt dat alleen de meest instabiele Europese banken niet aan deze verscherpte eisen kunnen voldoen in 2012 (The Economist, 2010) &(NRC, 2010). Een belangrijke consequentie is dat het nemen van risico duurder wordt – er moet ten slotte meer kapitaal voor aangehouden worden. Dit kan enerzijds leiden tot een verschuiving van risicovolle naar minder risicovolle activiteiten, en anderzijds tot een stijging van de prijs gegeven het risico. Beide ontwikkelingen zijn zichtbaar in de vastgoedfinancieringsector.[26]

3.2.2 Liquiditeitseisen

Wft artikel 3:63 stelt dat kredietinstellingen over voldoende liquiditeit moeten beschikken. De verdere regels, zoals rapportageverplichtingen en hoe de minimumliquiditeit moet worden berekend, zijn uitgewerkt in het Besluit Prudentiële Regels Wft en de Regeling liquiditeit Wft. Centraal in het beperken van het liquiditeitsrisico staat een minimale liquiditeitspositie.

Tot dusver waren de Baselakkoorden voornamelijk gericht op solvabiliteitseisen. In aanloop naar de kredietcrisis is internationaal overleg over liquiditeitstoezicht in een stroomversnelling geraakt (De Nederlandsche Bank, 2009). Na publicatie van een dertiental principes voor het liquiditeitsbeheer van banken in 2008, zijn in Basel III nadere liquiditeitseisen opgenomen. In het bijzonder gaat het om het verhogen van de liquiditeitsbuffers en het verminderen van de onbalans tussen liquide verplichtingen en illiquide vorderingen (De Nederlandsche Bank, 2010a). Hoewel enkele liquiditeitsgerelateerde ratio's vanaf 2012 ter observatie gerapporteerd moeten worden, zullen de geharmoniseerde eisen naar verwachting niet voor 2015 formeel worden ingevoerd.
De verscherpte liquiditeitsregels zullen naar verwachting een prijsopdrijvend effect hebben. Banken, en dus ook vastgoedfinanciers, zullen de funding van hun financieringen meer in lijn moeten brengen met het langetermijnkarakter, en deze voor een groter deel moeten financieren met langlopende in plaats van kortlopende leningen. De hogere rente die zij hiervoor moet betalen zal naar waarschijnlijkheid (deels) in de prijs worden opgenomen. Hoewel verwacht wordt dat de regels pas in 2015 formeel zullen worden ingevoerd, vindt rapportage al eerder plaats en zullen banken mogelijk gaan inspelen op de naderende regels. Een specifiek onderdeel van belang voor de Nederlandse markt, en de vastgoedfinanciersector in het bijzonder, is dat securitisaties binnen Basel III op termijn niet meer meetellen als 'liquide activa'. Waar (internationale) banken nu belangrijke kopers van gesecuritiseerde hypotheken zijn, zal deze activa-categorie in de toekomst dus minder interessant voor kopende banken worden en zal de vraag dalen. Dit kan vervolgens een opdrijvend effect hebben op de funding-kosten en, in de mate dat die stijging wordt doorberekend, leiden tot een hogere rente voor vastgoedfinanciering. Het is op voorhand lastig in te schatten hoe groot dit effect gaat zijn.[27] Hierbij is het ook de vraag in hoeverre alternatieven gevonden kunnen worden voor securitisaties als funding instrument.[28]

---

26 Andere oorzaken dan aangescherpte eisen kunnen aan deze ontwikkelingen ten grondslag liggen, zie hoofdstuk 6.2.

27 De Rabobank heeft recentelijk onderzoek gedaan naar het gevolg van de afhankelijkheid van securitisaties voor de hypotheekrente (Bruinshoofd, 2011). Hierin wordt een positief verband gevonden tussen de afhankelijkheid van securitisaties en de hoogte van hypotheektarieven. Meer specifiek leidde een sterke afhankelijkheid voorafgaand aan de crisis tot hogere tarieven na het uitbreken van de crisis. Wel wordt benadrukt dat ook andere elementen, zoals institutionele vormgeving, een rol spelen bij de ontwikkeling in de hypotheekrente.

28 Een voorbeeld hiervan zijn *covered bonds*, of: pandbrieven. Hier wordt later op in gegaan bij de bespreking van funding door Duitse banken.

4 Marktstructuur

4.1 Inleiding: marktstructuurindicatoren

Tabel 3 beschrijft de indicatoren die centraal staan in dit hoofdstuk en geeft per indicator aan wat het effect is op de mate van concurrentie in de markt en de aannemelijkheid van kartelvorming (collusie). De indicatoren zijn ontleend aan het SGP-model en vervolgens specifiek gemaakt voor de vastgoedfinancieringsmarkt. De indicatoren worden opgedeeld in vier categorieën in lijn met de structuur van dit hoofdstuk.

Tabel 3 Marktstructuurindicatoren

Indicator	Toelichting indicator	Effect op risico's voor	
		Mate van concurrentie	*Collusie*
Product			
Productdifferentiatie	Heterogeniteit van product	+	-
Syndicaatleningen	Lening wordt door samenwerking van financieringsaanbieders verstrekt	-/+	+
Substituten	Aanwezigheid van alternatieve producten	-	-
Aanbod			
Concentratie	Gemeten met HHI, marktaandelen van 4 grootste partijen (C4) en ontwikkeling hiervan (hoge waarde duidt op meer concentratie)	+	+
Toe/uittreding	Hoeveel partijen zijn toegetreden en uitgetreden	-	-
-drempels	Geen mogelijkheid voor snelle, makkelijke en kostenloze toetreding	+	+
Internationale concurrentie	Marktaandeel buitenlandse aanbieders	-	-/+
Vraag			
Countervailing power	Mate waarin een koper (of een groep kopers) van een product voldoende belangrijk is voor de aanbieder om de prijs die voor dit product gerekend wordt, te beïnvloeden	-	-
Volatiliteit	Schommelingen van de vraag	-	-
Prijselasticiteit	Mate waarin gevraagde hoeveelheid verandert bij een prijsverandering	-	-
Overstapgedrag			
-switching rate	Hoeveelheid vastgoedfinancieringen ontbonden en bij een andere partij ondergebracht, zowel tijdens de looptijd als bij herfinanciering	-	-
-overstapkosten	Kosten verbonden met overstappen naar andere aanbieder	+	+
Tussenpersonen			
Kennisachterstand vragers		+	+
Rol tussenpersonen	Welke rol hebben tussenpersonen en hoe frequent wordt hier gebruik van gemaakt	-/+	-/+

Bron: SEO Economisch Onderzoek; Legenda effecten: - = indicator duidt op lage kans dat de mate van concurrentie negatief beïnvloed wordt, respectievelijk dat collusie aannemelijk is, + = indicator duidt op hoge kans dat de mate van concurrentie negatief beïnvloed wordt, respectievelijk dat collusie aannemelijk is

Voor elke indicator wordt hieronder eerst kort toegelicht wat het theoretische effect van de indicator is op de mate van concurrentie en de aannemelijkheid van collusie. Vervolgens wordt in de navolgende paragrafen gekeken hoe de markt voor vastgoedfinanciering scoort op iedere indicator om het daadwerkelijke effect te beoordelen.

Productdifferentiatie heeft tegenstrijdige effecten. Homogeniteit is een van de veronderstellingen voor het bestaan van volledig vrije mededinging. Productdifferentiatie creëert niches in de markt met mogelijke ruimte voor machtsposities.[29] Dit schaadt de mate van concurrentie in de markt. Het model van volledig vrije mededinging houdt echter geen rekening met strategisch gedrag van marktpartijen. Homogeniteit van het product maakt het voor aanbieders interessant om de opties voor collusie te verkennen. Een transparante prijsvorming helpt hierbij, omdat het voor deelnemers aan het kartel moeilijker wordt om van de afspraken af te wijken. Dit valt nu eenmaal sneller op in een transparante markt.[30]

Syndicaatleningen zijn leningen die worden verstrekt door een samenwerkingsverband van aanbieders. Vaak zijn de leningen te groot of te risicovol om door één aanbieder verstrekt te worden. Doordat samenwerking en overleg door aanbieders binnen een syndicaat inherent onderdeel zijn van het proces om te komen tot een syndicaatlening, zijn de mogelijkheden voor collusie groter. Of collusie hier tot beperking van de effectieve concurrentie leidt is maar de vraag. Bij voldoende concurrentie tussen syndicaten zal het effect op de marktwerking beperkt zijn. Een voorbeeld is de situatie die in de literatuur bekend staat als Bertrand concurrentie; een duopolie voor een homogeen product. Kenmerk van dit model is de prijsconcurrentie, die tot een evenwicht leidt dat overeenkomt met de uitkomst van een markt met volledig vrije mededinging.[31] Kernvraag is dus of de concurrentie tussen de syndicaten voldoende krachtig is.

De aanwezigheid van *substituten* draagt bij aan de onderhandelingsmacht van afnemers doordat ze meer 'outside options' hebben. Indien afnemers een alternatief hebben, kunnen zij meer druk uitoefenen op aanbieders. Dit heeft een dempend effect op de mogelijkheden voor collusie en werkt uiteindelijk positief op de mate van concurrentie (zie onder bij countervailing power).

Concentratie biedt een platform voor collusie en vermindert de mate van concurrentie. Heel concreet kan concentratie worden gemeten aan de hand van het gecombineerde marktaandeel van de grootste partijen in de markt, vaak afgekort als C4, of aan de hand van indices als de Herfindahl-index. Deze index geeft aan de som van de kwadraten van de marktaandelen. Hoe hoger de score op deze index, hoe groter de concentratie. Een vuistregel is dat een score boven de 1800 punten duidt op een geconcentreerde markt met nadelige effecten op de mate van mededinging.

De ruimte voor *toe- en uittreding* van marktpartijen bepaalt de mate van potentiële concurrentie, die als disciplinerende factor geldt voor zittende partijen. Bij dreiging van nieuwe toetreding is collusie minder effectief en dus minder aantrekkelijk. Ook mogelijke machtsposities worden zo ondergraven met sterkere mate van effectieve concurrentie tot gevolg.[32] Toetredingsdrempels hebben het omgekeerde effect: ze beperken de mogelijkheid of de dreiging van toetreding en bestendigen zo eventuele machtsposities en kartels.

---

29 De literatuur spreekt van monopolistische concurrentie om deze tweeslachtigheid aan te geven.

30 Zie bijvoorbeeld: (Lang, 2001).

31 Het gevolg is een paradox, bekend in de literatuur als de Bertrand paradox: het aantal spelers in de markt is onbelangrijk voor de vraag of concurrentie volkomen of onvolkomen is. Er bestaan verschillende oplossingen voor de paradox, die hier verder onbesproken blijven. Conclusie is dat Bertrand concurrentie theoretische gezien een extreme situatie is, een perfect geval van 'sharp small number competition'. Zie verder: (Tirole, 1988).

32 Zie: (Grout & Sonderegger, 2005).

Internationale concurrentie impliceert toetreding tot nationale markten van buitenlandse concurrenten. Het effect is hetzelfde als bij het onderdeel toe- en uittreding: collusie is moeilijker en de mate van effectieve concurrentie sterker. Tegelijkertijd kan een hoog en/of stabiel marktaandeel van buitenlandse partijen duiden op een internationale verdeling van de markt.

Concentratie aan de vraagzijde van de markt – kopersmacht – kan *countervailing power* geven tegenover collusie en machtsposities aan de aanbodzijde. Dit is met andere woorden een factor die mogelijke onbalans in de mate van concurrentie rechttrekt en dus de prikkels vermindert om collusie te organiseren of om een machtspositie te gebruiken in het nadeel van consumenten. In termen van het Europese recht zorgt afnemersmacht ervoor dat zelfs een onderneming met een hoog marktaandeel niet in staat is zich "onafhankelijk" te gedragen. Wanneer de compenserende macht aan de vraagzijde voldoende groot is, kan bijvoorbeeld voorkomen worden dat de onderneming met een hoog marktaandeel prijzen winstgevend verhoogt.[33] Dit werkt positief op de mate van effectieve concurrentie in de markt.

De *volatiliteit van de vraag* betreft sectorspecifieke oorzaken voor snelle veranderingen in de vraag. Dit soort snelle veranderingen maakt het lastig om collusie te organiseren. Een kartel is gebaat bij goed voorspelbare ontwikkelingen in de vraag.[34]

De structuur van de vraag uit zich onder meer in de *prijselasticiteit van de vraag*. Inelastische vraag biedt aanbieders mogelijkheden voor een hogere 'mark up'. Het bevordert daarmee de prikkels voor collusie. Bedrijven met een hoog marktaandeel kunnen hun marktpositie in dit geval eerder aanwenden om bijvoorbeeld marktprijzen op te drijven. Het gevolg is een negatief effect op de mate van concurrentie.

De dreiging om over te stappen naar een andere aanbieder verschaft afnemers countervailing power. De mate waarin daadwerkelijk wordt geswitcht van aanbieder (*switching rate*) is hier een mogelijke indicatie voor. Maar een lage *switching rate* kan ook duiden op tevreden afnemers. *Overstapkosten* vormen een drempel om over te stappen. Dit biedt aanbieders mogelijkheden om hogere prijzen te vragen en kan een toetredingsdrempel voor nieuwe aanbieders vormen. Mededingingsafspraken zullen dan ook stabieler zijn. Partijen kunnen bijvoorbeeld samenspannen door een niet-aanvalsverdrag te sluiten wat er vooral uit bestaat overstapkosten niet te verlagen.[35]

Bij een scheve verdeling van kennis in de markt betalen consumenten doorgaans een te hoge prijs voor (de kwaliteit) van hun producten. Dit is mogelijk omdat consumenten bijvoorbeeld de kwaliteit van het product niet of niet volledig kunnen waarnemen, een klassiek voorbeeld is de markt voor 'lemons'.[36] Het gevolg is dat aanbieders met een relatief hoge kwaliteit van de markt

---

33 Zie bijvoorbeeld: Mededeling van de Europese Commissie, Richtsnoeren betreffende de handhavingsprioriteiten van de Commissie bij de toepassing van artikel 82 van het EG-Verdrag (2009/C45/02), p. 9.

34 Grout en Sonderegger noemen het een "extremely robust result holding in all models". Zie: (Grout & Sonderegger, 2005).

35 In concurrerende markten met overstapkosten zullen aanbieders vaak juist wel hun best doen de overstapkosten te verlagen, door geen aansluitkosten of instapkosten te rekenen, contracten met de vorige aanbieder voor de klant op te zeggen etc. Het uitblijven van dergelijke acties creëert al snel stabiele marktverhoudingen.

36 (Akerlof, 1970).

worden gedreven. Een scheve verdeling van kennis kan met andere woorden de concentratiegraad in de markt verhogen met een negatief effect op de mate van concurrentie. Het kan ook aanleiding zijn om de 'rents' verbonden met de kennisvoorsprong gezamenlijk uit te buiten met collusie als gevolg, bijvoorbeeld om te voorkomen dat consumenten hun *kennisachterstand* inlopen.

Het intermediaire kanaal speelt in sommige markten een rol in reactie op het bestaan van transactiekosten. Theoretisch kan een *tussenpersoon* een consument helpen bij het reduceren van zijn kennisachterstand ten opzichte van aanbieders. Zo bezien verbetert de intermediair de werking van de markt en treden problemen als collusie minder op. Theoretisch kan een intermediair dus positief zijn voor de mate van concurrentie. In de praktijk wordt dit theoretisch effect mogelijk verstoord door de institutionele ordening van markten waarin intermediairs eerder als een verlengstuk van aanbieders fungeren en de gewenste verlaging van transactiekosten niet optreedt.[37]

4.2 Product

4.2.1 Productdifferentiatie

Op het eerste gezicht is vastgoedfinanciering een homogeen product. Er wordt tijdelijk geld verstrekt en daarvoor wordt een prijs betaald. Kredieten kunnen echter verschillen in termen van voorwaarden, bijvoorbeeld in de looptijd van het krediet of de inrichting van het aflossingsschema. Dit betekent dat producten verschillen, maar in essentie zijn dit afwijkingen die binnen standaarden zijn te categoriseren en alsnog groepen van homogene producten opleveren.

Een aanvullend element is het risico dat samenhangt met het krediet. Omdat het risicoprofiel per kredietvragen en per object verschilt, is eigenlijk elk krediet maatwerk. Toch mag verwacht worden dat alle aanbieders risico's ongeveer gelijk inschatten en een kredietvrager – gegeven het risico – ongeveer dezelfde producten zullen aanbieden.

Hoewel er dus een grote diversiteit aan uitingsvormen bestaat in termen van bijvoorbeeld looptijd, betalingstermijnen en onderliggend risico, wordt vastgoedfinanciering hier beoordeeld als homogeen product: het product bestaat in de kern uit het uitlenen van geld. Financiers ervaren hierbij geen belemmeringen in het aanbieden van de diversiteit aan uitingsvormen – er zijn weinig partijen die zich op specifieke niches richten. Dit laatste betekent ook dat er amper gesproken kan worden van niche-markten met een geconcentreerd aanbod.[38]

Dat vastgoedfinanciering als homogeen product wordt gezien, betekent niet per definitie dat de indicator risico's op collusie impliceert. Hiervoor is transparante prijsvorming een voorwaarde – een voorwaarde die niet opgaat in de vastgoedfinancieringsector.
Op vlak van 'productdifferentiatie' bestaan dus geen signalen die kunnen duiden op onvoldoende effectieve concurrentie en het mogelijk bestaan van collusie.

---

37 Zie bijvoorbeeld (Inderst & Ottaviani, 2008).

38 Wel lijkt er op vlak van risico een tweedeling in de markt te zijn ontstaan: de meeste partijen richten zich op kredieten met een laag risicoprofiel, hoge risico's laat men en masse links liggen. Dit zou een niche kunnen impliceren oor partijen die wel bereid zijn in te stappen – de *appetite* hiervoor lijkt echter beperkt.

Box 1 Gestileerde beschrijving van het aanvraagproces

Een vrager van vreemd vermogen benadert één of meerdere vreemdvermogenverstrekkers met een business case en een aanvraag voor financiering. De business case omvat een algemene beschrijving van het project of de belegging in termen van segment, locatie en looptijd. Verder wordt in ieder geval vermeld wat de totale omvang van het project of de belegging is, welk deel hiervan aan vreemd vermogen dient te worden aangetrokken, wat de looptijd van de financiering zou moeten zijn, de aflossingsvoorwaarden en de renteconventie.

De vreemdvermogenverstrekkers geven aan of zij geïnteresseerd zijn om een offerte uit te brengen. In de huidige marktsituatie komt het relatief vaak voor dat verstrekkers het risico niet aandurven en de onderhandelingen niet verder aangaan. Met de wel geïnteresseerde partij of partijen wordt een gesprek aangegaan waarin de verstrekkers aangeven onder welke voorwaarden de financiering door hen verstrekt kan worden. Hierbij kan het zowel gaan om een (bouw)technisch onderdeel van het project als om een hogere inbreng van eigen vermogen door de vrager van financiering om zo het risico te verlagen.

Het is mogelijk dat een verstrekker exclusiviteit eist in het voorbereidingstraject. In dit geval mag de vrager van vreemd vermogen niet in onderhandeling gaan met andere verstrekkers. Dit traject duurt ongeveer drie maanden. Inclusief het schrijven van een business case kan de aanvraag van financiering voor grote projecten een jaar tot twee jaar duren.

Het aantal vreemdvermogenverstrekkers dat een offerteaanvraag ontvangt is over tijd ongeveer gelijk gebleven. Dit geldt met name voor de grotere projecten aangezien deze ook voor de kredietcrisis op de grotere banken aangewezen waren.

Naast financiering die door één verstrekker wordt aangegaan zijn er syndicaatleningen. Hierbij zijn er twee types: *underwriting deals* en *clubdeals*. Hierop wordt verder ingegaan in de volgende paragraaf.

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van interviews

4.2.2 Syndicaatleningen

Bij een syndicaatlening wordt een krediet verstrekt door meerdere partijen, die samen een syndicaat vormen. Er zijn twee mogelijke vormen van syndicaatleningen. Bij *underwriting* neemt één partij (de *underwriter*) de verantwoordelijkheid van de financiering op zich en gaat vervolgens op zoek naar andere partijen die een deel van de financiering op zich willen nemen. De *underwriter* garandeert dat het volledige afgesproken bedrag aan financiering wordt verstrekt; het deel waarvoor geen andere financiers wordt gevonden, neemt de *underwriter* zelf op zich. Deze vorm is voor vragers erg prettig omdat zij zekerheid hebben over verstrekking van het krediet. Hier tegenover staat dat er een fee moet worden betaald voor deze 'garantie'. Ook bij een *clubdeal* wordt de financiering verstrekt door een groep van financiers, maar in dit geval schrijft de kredietvrager een kredietaanvraag uit en is de totstandkoming afhankelijk van het vinden van voldoende financiers. Syndicaatleningen vragen inherent om overleg tussen aanbieders en vergemakkelijken daardoor collusie tussen de syndicaatpartijen.

Dit type lening is vooral belangrijk voor de grotere bedragen. Met name in de hausse voor de crisis werd er veelvuldig gebruik van gemaakt. Syndicaatleningen bieden mogelijk financieringsoplossingen voor partijen die anders niet in aanmerkingen zouden komen voor

financiering, gezien de hoogte van hun financieringsbehoeften. Daarnaast zijn kleinere financiers op deze manier wellicht in staat om in een syndicaat financiering aan te bieden, terwijl ze dit alleen niet zouden kunnen.

In de marktsegmenteringsuitvraag die in het kader van dit onderzoek is gedaan, is onder andere gevraagd in te schatten welk deel van de markt bestaat uit syndicaatleningen. Hoewel de resultaten van de uitvraag ongeschikt zijn voor kwantitatieve analyse, kunnen zij wel gebruikt worden om een ruw beeld te schetsen van de marktverdeling (zie hoofdstuk 1.3). In termen van uitstaande kredieten in 2009, betreft slechts een kleine minderheid syndicaatleningen. Toch mag de invloed niet onderschat worden. In de komende jaren zal een groot deel van de afgesloten syndicaatleningen van voor de crisis geherfinancierd moeten worden. Daarnaast is het eigenlijk de enige mogelijkheid om grote projecten tot stand te brengen, waarbij de kwalificatie van wat 'groot' is sinds de crisis neerwaarts is bijgesteld.[39]

In de interviews werd aangegeven dat er slechts een zeer beperkt aantal partijen in staat is om nu nog syndicaatleningen af te sluiten en dat de bereidheid om met veel kleine partijen een syndicaat aan te gaan sinds de crisis is afgenomen.[40] Hierdoor neemt het aantal mogelijke syndicaatcombinaties af en dreigt afhankelijkheid van het beperkte aantal grotere partijen. De markt neigt naar een oligopolie. Dit kan een negatief effect hebben op de mate van concurrentie. Of dat het geval is moet nader beoordeeld worden. Er zijn situaties, zoals Bertrand concurrentie, waarin de uitkomst van het oligopolie overeenkomt met het theoretisch resultaat op een markt met volledig vrije mededinging. In hoofdstuk 1, waar syndicaatleningen als marktsegment centraal staan, wordt dit vraagstuk verder opgepakt binnen de context van de bevindingen met betrekking tot de andere indicatoren.

4.2.3 Substituten

Substitutie kan bestaat uit het benaderen van andere aanbieders (aanbodsubstitutie) of het uitwijken naar een ander product of een andere dienst (vraagsubstitutie). Als mogelijkheid voor aanbodsubstitutie worden bijvoorbeeld institutionele beleggers genoemd. Een beschouwing op de mogelijkheden hiertoe is te vinden in hoofdstuk 4.3.5. De onderstaande subparagraaf gaat in op de mogelijkheden voor vraagsubstitutie: de alternatieve financieringsvormen die in beginsel kunnen worden aangemerkt als substituut voor vastgoedfinanciering.

Eigen vermogen

In plaats van vreemd vermogen, kunnen investeerders er ook voor kiezen meer (intern of extern) eigen vermogen in te leggen. Dit zet wel druk op de te realiseren rendementen, i.c. cash flows en waardestijgingen, omdat de rendementseisen van verschaffers van eigen vermogen hoger zijn dan van vreemd vermogen. Hiermee daalt in essentie de aantrekkelijkheid van een project voor een belegger. Tegelijkertijd, dus los van eigen vermogen als substituut voor vreemd vermogen, is er

39 Een van de interviewpartners gaf aan dat waar vijf jaar geleden de kwalificatie 'groot' begon bij ongeveer €40 miljoen, dan nu eerder in de buurt van €25 miljoen ligt. Voor kredieten van boven de €15 miljoen zouden nog ongeveer 4 á 5 aanbieders in aanmerking komen.

40 Tijdens de crisis is gebleken dat de afhankelijkheid van een groot aantal partijen, bijvoorbeeld bij herfinanciering in een minder gunstig economisch klimaat, een risico kan vormen. Er moet daarnaast met meer partijen tot overeenstemming worden gekozen over de voorwaarden, wat hogere transactiekosten impliceert.

reeds meer eigen vermogen nodig per euro vastgoed als gevolg van de strengere LTV-eisen. Veel ontwikkelaars en beleggers hebben het zwaar en hebben onvoldoende intern eigen vermogen om te investeren. Een der interviewpartners geeft aan dat de markt voor extern eigen vermogen in Nederland is opgedroogd.

Eigen vermogen kan slechts in beperkte mate als een alternatief voor vreemd vermogen worden gezien, zeker met het oog op de gedwongen substitutie die volgt uit de strengere LTV-eisen van banken.

Mezzanine

Mezzaninefinanciering is een vorm van vreemd vermogen waarbij opgeschoven wordt richting de risicopositie van een eigenvermogenverschaffer. Bij deze financieringsvormen wordt als het ware geparticipeerd in bedrijfsrisico zonder dat er een directe eigendomsrelatie ontstaat. Hoewel er vele smaken bestaan, is de algemene karakteristiek van mezzanine instrumenten dat uitbetaling plaatsvindt *na* andere vreemd vermogen verschaffers maar *vóór* de eigenvermogenverschaffers. Concreet krijgt een derde partij (of de bank zelf) een 2e hypothecaire inschrijving in ruil voor financiering. Op dit stuk van de financiering wordt een hoger risico gelopen waartegenover een hoger potentieel rendement moet staan.

Door de waardedaling van commercieel vastgoed en de risicoaversie van banken ontstaan mogelijkheden voor mezzanine financiering. Waar voorheen commercieel vastgoed voor bijvoorbeeld 80 procent met *senior debt* werd gefinancierd en voor 20 procent met *equity*, wordt nu slechts 60-65 procent met *senior debt* gefinancierd. Doordat het onderpand daarnaast veelal in waarde is gedaald, ontstaat een financieringsgat. Dit zou opgevuld kunnen worden met mezzanine.

Mezzanine lijkt dus kansrijk als alternatief voor regulier krediet in de vastgoedfinancieringsector. Maar er bestaat een aantal potentiële belemmeringen. De eerste hypotheekhouder (de senior financier) stelt over het algemeen voorwaarden aan het toestaan van mezzaninefinanciering, bijvoorbeeld dat zijn rentebetalingen bij betalingsproblemen voorgaan en dat de mezzanineverstrekker de uitstaande schuld niet mag opeisen bij betalingsproblemen. Dit maakt aanbieders van mezzanine terughoudend om in de met risico omgeven onroerendgoedsector leningen te verstrekken.

Een andere reden waarom mezzanine mogelijk toch minder kansrijk is als alternatief voor reguliere *senior debt*, is de combinatie van lagere LTV-acceptatie door de senior financier enerzijds en de hoge rendementseis van mezzaninefinanciers anderzijds. De lage LTV betekent dat een groter deel van het vermogen moet worden opgebracht door verschaffers van eigen vermogen en dus dat het leverage-effect wordt beperkt. Als daarnaast ook nog op een deel van het vreemd vermogen – namelijk het deel in de vorm van mezzanine – een hoger rendement wordt geëist, blijft er minder over voor de verschaffers van eigen vermogen. Dit maakt dat huurinkomsten veelal simpelweg niet hoog genoeg zullen zijn om nog aan de rendementseisen van verschaffers van eigen vermogen te voldoen.

Hoewel er – althans in theorie – wel een markt zou kunnen zijn voor mezzanine als alternatief voor reguliere bancaire vastgoedfinanciering, is het aanbod hiervan vooralsnog beperkt.[41] Op dit moment is het dan ook geen realistisch substituut voor de markt in den brede, maar dit zou het mogelijk wel kunnen worden.

Obligaties

In plaats van vreemd vermogen aan te trekken via banken kan er ook voor worden gekozen dit te doen via de kapitaalmarkt in de vorm van obligaties. Aan het uitgeven van obligaties zijn substantiële (transactie)kosten verbonden. Dit betekent dat obligaties niet interessant zijn voor relatief kleine bedragen. Voor veel particuliere beleggers en projectontwikkelaars zijn obligaties dan ook geen voor de hand liggend substituut. Voor grote, professionele partijen, inclusief de grotere beleggingsfondsen, ligt dit anders. Het hangt daarnaast erg van de conjuncturele barometer af of obligaties een interessant alternatief zijn in termen van *pricing*. Obligaties kunnen daarom vooral worden gezien als een mogelijk substituut voor grote bancaire vastgoedkredieten afgesloten door grote professionele partijen.

Alternatieve beleggingscategorieën

In theorie speelt in de discussie over substituten ook de mogelijkheid voor beleggers in vastgoed om te investeren in een andere activacategorie. Op het moment dat de prijs voor vastgoedvreemdvermogen te hoog wordt, zouden zij kunnen switchen van beleggingscategorie om deze hogere kosten te vermijden. Voorwaarde is dan wel dat de prijs van vreemd vermogen, en het uiteindelijke risicorendementprofiel, van de alternatieve beleggingscategorie gunstiger is, dat de belegger in staat is dit als zodanig te beoordelen, en dat een alternatieve activiteit past binnen het profiel en kennis en kunde van de belegger. Voor de meeste vragers van vastgoedvreemdvermogen speelt deze afweging niet. Projectontwikkelaars zijn niet zozeer beleggers, vastgoed is hun kernactiviteit en switchen als gevolg van een hoge prijs voor vreemd vermogen ligt niet voor de hand. Institutionele beleggers moeten veelal voldoen aan verdeling van gelden over investeringscategorieën, waaronder vastgoed. Daarnaast werken de institutionelen vaak met speciaal opgerichte fondsen, die als doel hebben, en ingericht zijn, om te investeren in vastgoed. Dit laatste geldt ook voor vastgoedfondsen die niet aan institutionele partijen zijn verbonden. Voor particuliere beleggers zou het mogelijk een optie zijn. Maar ook zij werken vaak via fondsen, of zijn (voor een deel) specifiek gericht op vastgoed. In algemene zin kan investeren in vastgoed gezien worden als een specialisme. Voor veel beleggers in vastgoed kan dit worden ervaren als een natuurlijke drempel om over te stappen op andere beleggingscategorieën. Ten slotte betreft een belangrijk deel van de vastgoedfinancieringen herfinanciering. Zeker in de huidige tijd geldt dat aflossen van vreemd vermogen om vervolgens de investering te verzilveren en te herinvesteren in een andere beleggingscategorie geen voor de hand liggende optie is. Al met al kan gesteld worden dat overstappen naar alternatieve beleggingscategorieën weliswaar een reële optie is, maar in de praktijk geen realistisch substituut is voor een groot deel van de markt.

[41] Zie voor een voorbeeld ter illustratie: http://www.europe-re.com/system/main.php?pageid=2616&articleid=17260.

4.3 Aanbod

4.3.1 Aanbieders

In de markt zelf wordt veelal onderscheid gemaakt tussen de 'grote' vastgoedfinanciers, de 'kleinere' aanbieders en buitenlandse spelers.[42] Met de 'grote' financiers wordt gedoeld op de traditionele top-3, bestaande uit ING Real Estate Finance (REF), FGH Bank en SNS Property Finance (PF).[43] De hevige ontwikkelingen in de sector in de laatste jaren hebben wel voor verschuiving in het beeld van de traditionele top-3 geleid: na een strategiewijziging in 2009 wordt de rol van SNS steeds kleiner,[44] terwijl ABN REF steeds vaker in het rijtje genoemd wordt nu zij, mede op basis van de vastgoedactiviteiten van het oude Fortis REF, de markt weer betreedt. SNS PF heeft besloten zich terug te trekken van de buitenlandse markt. In 2011 zijn de activiteiten gesplitst, waarbij de afbouw van de buitenlandse activiteiten en de financiering van meer risicovolle projecten plaatsvindt binnen SNS PF en SNS Zakelijk zich volledig richt op beleggingsfinancieringen en kleinere bouwfinancieringen in de Nederlandse markt.

Hier wordt uitgegaan van een verdeling naar grootte, in lijn met de indeling die in de markt wordt gehanteerd. ING REF, FGH Bank, SNS PF en ABN REF worden aangemerkt als grote spelers.

Grote Nederlandse spelers

De grote vastgoedfinanciers zijn verantwoordelijk voor een ruime meerderheid van de financiering in Nederland. Deze groep kenmerkt zich doordat hun activiteiten onderdeel zijn van een brede waaier aan producten en diensten. Dit betekent veelal dat er wederzijdse afhankelijkheid is met de groep als geheel en/of specifieke onderdelen daarbinnen. Dit kan in positieve zin zijn, bijvoorbeeld doordat er sprake is van een uitgebreid netwerk aan kantoren waar vastgoedfinanciering kan worden verkocht of doordat de klantenrelatie op basis van andere producten en diensten gebruikt kan worden bij het verstrekken van vastgoedfinanciering. Een ander belangrijk (potentieel) voordeel is gelegen in de funding. Grotere banken hebben niet alleen een bredere basis om een professioneel funding-apparaat te bekostigen, maar hebben veelal ook een betere positie om tegen gunstige tarieven geld op de kapitaalmarkt op te halen. Aan de andere kant betekent onderdeel zijn van een grote groep in beginsel ook dat er rekening moet worden gehouden met de bredere strategie van die groep, en dat ontwikkelingen in andere sectoren of binnen de bank als geheel invloed kunnen hebben op de vastgoedtak. Dit laatste is bijvoorbeeld het geval geweest toen enkele grootbanken staatssteun nodig hadden, met mogelijke impact op de mate van risico-acceptatie, de verdeling van middelen over binnenlandse en buitenlandse kredietverstrekking en de prijsvorming.[45] De impact die dit op concern niveau heeft, wordt mogelijk doorvertaald naar onderliggende onderdelen waardoor ook de vastgoedfinancieringstak invloed kan ondervinden.

---

42 Ook vanuit een mededingingsperspectief is een dergelijke indeling zinvol: de omvang van partijen en buitenlandse concurrentie zijn belangrijke factoren voor de marktwerking.

43 FGH Bank is onderdeel van Rabobank.

44 De overname van Bouwfonds door SNS geldt in de markt als een miskoop, waarop SNS grote afboekingen moet plegen.

45 Wat betreft dit laatste heeft de Europese Commissie enkele grootbanken concrete prijsbeperkingen opgelegd om concurrentievoordeel op basis van de staatssteun door de Nederlandse overheid te voorkomen. Zie (Nederlandse Mededingingsautoriteit, 2010).

Kleinere Nederlandse spelers

Naast de vier genoemde spelers is een groep kleinere vastgoedfinanciers actief. Dit betreft veelal financiers die zich specialiseren in (een onderdeel van) van vastgoedfinanciering, al dan niet gekoppeld aan andere vastgoedactiviteiten. Dit betreft geen homogeen gezelschap. Vastgoedfinanciering binnen NIBC is onderdeel van *specialised finance*. In termen van type activiteiten neigt NIBC naar een 'brede bank', met *merchant banking* als tweede speerpunt naast *specialised finance*, maar niet in grootte.[46] Hetzelfde geldt voor De Friesland Bank. Deze van origine regionale bank, die zowel particulieren als het zakelijke segment bedient, hanteert vastgoedfinanciering als een van de vele producten in het totale dienstenpakket. De activiteiten op dit gebied zijn echter beperkt. Ook zij schuurt daarmee conceptueel aan tegen een 'brede bank', maar heeft niet de omvang van de grote financiers.

Syntrus Achmea Vastgoed is een vermogensbeheerder ten behoeve van beleggingsportefeuilles van Nederlandse pensioenfondsen, gespecialiseerd in vastgoed en hypotheken. Financiering is een van de instrumenten. Voor Van Lanschot is vastgoedfinanciering een afgeleide van haar *private banking* activiteiten dat zich daarmee vooral beperkt tot financiering aan haar reguliere klantenkring van vermogende particulieren en families. Zij is dus meer een subject- dan een objectfinancier. De Bank voor Bouwnijverheid richt zich naast vastgoedfinanciering op verenigingsbeheer en assurantiebemiddeling, waarmee ze een aantal zeer specifieke expertises (waaronder vastgoed) exploiteert.

Wat opvalt is dat bij deze partijen geen enkele speler gezien kan worden als een pure vastgoedfinancier. Ook bevat deze groep geen nichespelers, waarbij een partij slechts een specifiek deel van de vastgoedfinancieringsmarkt bedient. Dat wil niet zeggen dat er geen partijen zijn die als zodanig gekwalificeerd kunnen worden – maar op het geheel van de markt is hun invloed beperkt.[47]

Buitenlandse spelers

Naast Nederlandse zijn er ook buitenlandse vastgoedfinanciers actief op de Nederlandse markt. De moedermaatschappij van deze spelers bevindt zich in het buitenland. Vaak hebben zij een lokale vestiging in Nederland maar het is ook mogelijk om met lokale *representatives* te werken.

Naast enkele Engelse banken – buiten HBOS ook bijvoorbeeld RBS en Barclays – zijn het vooral Duitse partijen die actief zijn op de Nederlandse markt. Een argument dat hiervoor tijdens de interviews werd genoemd is dat het bankenspeelveld in Duitsland groter is; spelers zouden kansen zien in de Nederlandse markt waar door het kleinere aantal spelers aantrekkelijke marges zijn te behalen. Dit lijkt echter niet uitsluitend voor Duitse spelers te gelden. Een andere reden kan gelegen zijn in de institutionele omgeving. In Duitsland beleggen particulieren veel zelf voor pensioendoeleinden. Vastgoed wordt als een aantrekkelijk alternatief voor aandelen gezien en

---

46 Met brede bank wordt een bank bedoeld die een brede waaier aan activiteiten ontplooit, al dan niet vormgegeven in verschillende divisies.

47 Voorbeelden van nichespelers zijn Triodos Bank, dat zich binnen vastgoedfinanciering richt op duurzaam vastgoed, en Bank Nederlandse Gemeenten (BNG), dat zich richt op overheden en instellingen voor het maatschappelijk belang.

Nederland (op onderdelen) als aantrekkelijke vastgoedmarkt.[48] Hiertoe halen vastgoedfondsen geld op waar vervolgens ook vreemd vermogen nodig is. Een voordeel dat hierbij nog speelt is dat veel van de Duitse banken in Nederland zich financieren middels de zogenaamde Pfandbrief (zie Box 2).

Ook het verscherpen van de voorwaarden in termen van LTV heeft mogelijk impact op de prominente rol van Duitse spelers. De lagere LTVs hebben lagere rendementen tot gevolg, waardoor Angelsaksische partijen, die veelal hogere rendementseisen hebben, afhaken terwijl Duitse fondsen eerder genoegen nemen met een lager rendement. Doordat buitenlandse fondsen veelal begeleid en gefinancierd worden door spelers uit eigen land, zijn het eerder Duitse spelers dan Angelsaksische spelers die de Nederlandse markt betreden.

Box 2 Covered Bonds en de Pfandbrief

Een *Pfandbrief* is een covered bond. Dit type (obligatie)lening is gedekt door specifieke activa op de balans van de uitgevende instelling. Couponbetalingen en aflossingsverplichtingen blijven bij de uitgevende instelling, in tegenstelling tot bij securitisatie. Het onderpand, vaak hypotheken, vormt dus een *extra* dekking tegen non-betalingsrisico, wat *covered bonds* veiliger maakt dan reguliere senior obligaties.

Covered bonds bestaan al meer dan 100 jaar en het obligatiemodel wordt in diverse vormen in verschillende landen gebruikt. Vooralsnog is de Duitse Pfandbriefmarkt is de grootste individuele obligatiemarkt van Europa.

De *Pfandbrief* kent drie types: *hypotheekpfandbrieven*, publieke *pfandbrieven* en *scheepshypotheekpfandbrieven*. De hypotheekpfandbrief wordt gebruikt voor de financiering van vastgoed en wordt gedekt door hypotheken.

De precieze (juridische) voorwaarden verschillen tussen landen. Zo mag voor een Pfandbrief de hypotheeksom niet hoger zijn dan de marktwaarde van het onroerend goed. Verder mag maximum 60 procent van de waarde van het vastgoed (LTV) ingezet worden als dekking op de hypotheeksom. Hierdoor zijn Pfandbriefhouders beschermt tegen waardedalingen van de assets in de cover pool.

De voorwaarden kunnen een belemmering zijn voor Pfandbriefbanken, bijvoorbeeld als andere banken een hogere LTV toestaan. Maar nu de LTVs in de gehele markt gedaald zijn, speelt het lagere risico van de Pfandbrief een belangrijke rol. Hierdoor is het mogelijk om genoegen te nemen met een lagere rente.

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op (Pfandbriefbanken, 2011), (Dayala, 2011) & (Mastroeni)

Voor de crisis boden buitenlandse banken vaak mee op krediettransacties voor binnenlands vastgoed. Momenteel wordt binnenlands vastgoed in beginsel alleen gefinancierd door binnenlandse banken. In lijn met de brede ontwikkeling richten buitenlandse banken zich meer op hun eigen thuismarkt, en beperken zich in het buitenland tot specifieke markten of de begeleiding van binnenlandse partijen in het buitenland – zoals het financieren van beleggingen door Duitse vastgoedfondsen. Daarnaast geldt dat banken dichter bij de overheid komen te staan door kapitaalinjecties en verscherpt toezicht, waardoor er meer neiging is tot het oplossen van 'eigen problemen' en het voeren van industriepolitiek. Voorbeelden hiervan zijn Hypo Real Estate, HBOS en Aareal Bank, die staatssteun ontvingen en hun kredietproductie in Nederland drastisch terugschroefden.

48 Maar ook bijvoorbeeld in de Engelse markt zijn Duitse banken, na de Engelse, de belangrijkste spelers (Curlow & Hobbs, 2009).

Algemene banken

Hoewel vastgoedfinanciering vaak niet hun enige activiteit is, profileren de tot nu toe besproken spelers zich (ook) expliciet als vastgoedfinanciers. De betrokken kredieten worden aangemerkt als 'vastgoedfinanciering'. In aanvulling hierop komt een substantieel deel van de kredieten weliswaar tot stand met onroerend goed als onderpand maar wordt niet expliciet als 'vastgoedfinanciering' aangemerkt. Dit betreft dan algemene banken die, gelieerd aan hun reguliere activiteiten, hypothecaire kredieten verstrekken.[49] Het kan zelfs zo zijn dat de kredietverstrekker een lokale vestiging of andere divisie van een van de vier grote banken betreft, waar dus ook een gespecialiseerde vastgoedtak aanwezig is. Het verschil met vastgoedfinanciers lijkt in nuances te liggen, maar komt voort uit een fundamenteel andere benadering van het product: vastgoedfinanciering als (een van de) kernactiviteit(en) respectievelijk als bijproduct met het oog op een bredere klantrelatie. Precieze cijfers en verdere gegevens ontbreken – juist omdat het niet expliciet als 'vastgoedfinanciering' wordt aangemerkt. Financiering op basis van vastgoed, aangeboden door algemene banken valt verder buiten de scope van dit onderzoek.

4.3.2 Concentratie

Een analyse van aantal spelers, productie en concentratie staat of valt met de aanwezigheid van een betrouwbare en consistente dataset met voorraad- en transactiegegevens. Hierover is helaas slechts in zeer beperkte mate openbare informatie. De enige bron die voor een langere periode relevante data presenteert is PropertyNL. Jaarlijks wordt de bij PropertyNL bekende vastgoedfinanciers gevraagd een enquête in te vullen, waarvan de belangrijkste resultaten worden gepubliceerd in *PropertyNL Magazine*. Ondanks dat er nadelen aan deze cijfers kleven ten opzichte van een ideaalsituatie, vormen ze de best beschikbare bron en geven ze naar verwachting een representatief beeld van het grootste deel van de markt. Met name dit laatste is doorslaggevend met het oog op de doelstelling van dit onderzoek. In Box 3 wordt nader ingegaan op de achtergrond van de data en worden de beperkingen geschetst.

PropertyNL meldt dat er in 2006/2007, toen de markt op haar hoogtepunt was, ongeveer 25 spelers aanwezig waren in de Nederlandse markt (PropertyNL, 2009).[50] Het werkelijke aantal spelers is vermoedelijk groter dan 25, aangezien niet alle (hele kleine) spelers worden aangeschreven. Wel is aannemelijk dat de cijfers van PropertyNL zicht geven op alle spelers die een materiële rol spelen. Van belang is de constatering dat het aantal vastgoedfinanciers de laatste jaren is afgenomen. PropertyNL komt op basis van haar jaarlijkse enquête tot 15 partijen in 2008 en 11 partijen in 2009.

Tabel 4 geeft de leningproductie per jaar per vastgoedfinancier weer, gesorteerd op (productie)grootte in 2009. Tevens geeft de tabel voor een beperkt aantal partijen de waarde van

---

49 Dit kan bijvoorbeeld gaan over een grote zakelijke klant, die als onderdeel van zijn totale groepsarrangement onder andere hypothecair onderpand als zekerheid heeft verstrekt zonder dat er een directe relatie is tussen krediet(voorwaarden) en financiering van onroerend goed. Een andere voorbeeld is een directeur-grootaandeelhouder die als onderdeel van een breed pakket aan private en bedrijfsgerelateerde diensten ook een garagebox voor het eigen bedrijf financiert via de lokale bankvestiging.

50 In de rapporten over 2006 en 2007 rapporteert PropertyNL voor een beperkter aantal spelers de marktaandelen – zoals ook blijkt uit Tabel 5. De reden hiervoor is dat niet alle partijen de enquête retourneren of volledig invullen. Ook worden de algemene banken die financiering verstrekken met vastgoed als onderpand vermoedelijk niet meegerekend. Zie verder Box 3.

het totaal aan uitstaande leningen per 2009. Voor de andere partijen, en voor overige jaren, ontbreekt deze informatie.[51]

Tabel 4 Leningproductie per jaar en waarde totaal uitstaande leningen in 2009 (in miljoenen euro's)

	Productie					Totaal uitstaand
Aanbieder	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2009**
ING Ref	4.000	4.200	9.731	10.750	5.948	18.400
FGH Bank	2.700	4.100	6.300	4.800	2.780	17.220
NIBC	1.577*	2.000	2.300	500	1.000	2.289
SNS PF	2.250	3.800	5.600	4.684	761	13.400
ABN Amro	-	-	1.200	883	728	4.000
van Lanschot Bankiers	400	330	585	525	500*	
Berlin Hypo	-	-	100	130	217	453
Deutsche Hypo	61*	77*	100	130	212	780
Syntrus Achmea Vastgoed	531	730	750	710	100	2.300
WestImmo	-	-	100	100	100*	
Bank voor de Bouwnijverheid	24	19	61	35	22	
Pfandbriefbank	631*	800	490	-	-	
Aareal	600	600	600*	-	-	
Fortis REF NL	728*	923*	1.200	700	-	
Euro Hypo	400	500	250	110	-	
HSH Nordbank	395	956	961	100	-	
HBOS	552*	700*	-	-	-	
Landsbanki	-	-	p.m.	p.m.	-	
KBC Bank	p.m.	p.m.	p.m.	-	-	
Lips Finance	-	-	p.m.	-	-	
Friesland Bank	p.m.	p.m.	p.m.	-	-	
Essen Hyp	-	-	p.m.	-	-	
Totale leningproductie (in miljoenen)	14.849	19.735	30.328	24.157	12.368	

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op (PropertyNL, 2007, 2008, 2009, 2010); '-' aanbieder was dat jaar niet actief in Nederland; * schattingen SEO; ** de leningproductie van Fortis REF is voor 2009 meegenomen in ABN AMRO, per juli 2009 zijn deze samengegaan; zie Box 3 voor een toelichting op de beperkingen van de weergegeven data

Om de markt te beoordelen vanuit een mededingingsperspectief, kan in eerste instantie gekeken worden naar marktaandelen. Tabel 5 geeft de marktaandelen weer voor de periode 2005-2009. In de periode 2005-2007 zijn er in ieder jaar iets meer dan 10 spelers met een marktaandeel van minimaal 1 procent, in 2008 en 2009 zijn dit er minder dan 10. Duidelijk is dat de drie grootste spelers in ieder jaar een fors marktaandeel hebben van tussen de 60 procent en 80 procent.

[51] Idealiter zou ook naar de waarde van uitstaande kredieten worden gekeken om de marktstructuur te beoordelen. De totale waarde aan uitstaande kredieten kan financiers mogelijk een machtspositie verschaffen, ondanks dat de productie in een bepaald jaar gering is. Dit komt bijvoorbeeld omdat een financier waar een partij al leningen heeft uitstaan, meer informatie heeft over de aanvrager zodat risico- en transactiekosten mogelijk lager zijn. Daarnaast zijn vragers mogelijk in de toekomst afhankelijk van hun bestaande financier met het oog op herfinanciering, zeker in tijden waarin het aanbod relatief laag is. Gezien het gebrek aan gegevens over de waarde van uitstaande kredieten wordt hier de analyse verder beperkt tot cijfers over de productie.

Uitgaande van marktaandelen is het de vraag of de structuur, met een beperkt aantal grote aanbieders, tot effectieve concurrentie leidt.

Tabel 5 Marktaandelen gebaseerd op leningproductie per jaar

Aanbieder	2005	2006	2007	2008	2009
ING Ref	26,9%	21,3%	32,1%	44,5%	48,1%
FGH Bank	18,2%	20,8%	20,8%	19,9%	22,5%
NIBC	10,6%*	10,1%	7,6%	2,1%	8,1%
SNS PF	15,2%	19,3%	18,5%	19,4%	6,2%
ABN Amro	-	-	4,0%	3,7%	5,9%
van Lanschot Bankiers	2,7%	1,7%	1,9%	2,2%	4,0%*
Berlin Hypo	-	-	0,3%	0,5%	1,8%
Deutsche Hypo	0,4%*	0,4%*	0,3%	0,5%	1,7%
Syntrus Achmea Vastgoed	3,6%	3,7%	2,5%	2,9%	0,8%
WestImmo	-	-	0,3%	0,4%	0,8%*
Bank voor de Bouwnijverheid	0,2%	0,1%	0,2%	0,1%	0,2%
Pfandbriefbank	4,2%*	4,1%	1,6%	-	-
Aareal	4,0%	3,0%	2,0%*	-	-
Fortis REF NL	4,9%*	4,7%*	4,0%	2,9%	-
Euro Hypo	2,7%	2,5%	0,8%	0,5%	-
HSH Nordbank	2,7%	4,8%	3,2%	0,4%	-
HBOS	3,7%*	3,5%*	-	-	-
Landsbanki	-	-	p.m.	p.m.	-
KBC Bank	p.m.	p.m.	p.m.	-	-
Lips Finance	-	-	p.m.	-	-
Friesland Bank	p.m.	p.m.	p.m.	-	-
Essen Hyp[52]	-	-	p.m.	-	-
Totale leningproductie (in miljoenen)	**14.849**	**19.735**	**30.328**	**24.157**	**12.368**

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op (PropertyNL, 2007, 2008, 2009, 2010); '-' aanbieder was dat jaar niet actief in Nederland; * schattingen SEO; ** de leningproductie van Fortis REF is voor 2009 meegenomen in ABN AMRO, per juli 2009 zijn deze samengegaan; zie Box 3 voor een toelichting op (de beperkingen van) de weergegeven data

Een simpele maatstaf voor potentiële marktmacht is het gezamenlijk marktaandeel van de grootste N spelers. Een standaard uitvoering hiervan is de C4-ratio, het marktaandeel van de vier grootste aanbieders in de markt. Deze is weergegeven in Tabel 6. In de markt wordt veelvuldig gesproken over de 'de grote 3' – traditioneel ING REF, FGH Bank en SNS PF. Daarom is ook de C3 opgenomen in de tabel.[53] De drie grootste aanbieders voorzien in de periode 2005-2009 gemiddeld in 71 procent van de leningproductie, al is de ratio in de laatste drie jaar fors hoger dan daarvoor. De C4 ligt daar gemiddeld zes procentpunt boven. Ter illustratie is ook de C6-ratio gepresenteerd. Hieraan is te zien dat, met name de laatste twee jaar uit de tabel, de grootste zes

52 Essen Hyp is in 2007 toegetreden tot de Nederlandse markt, maar voor dat jaar waren geen cijfers beschikbaar. In 2008 werd Essen Hypo overgenomen door Eurohypo, waardoor ook voor navolgende jaren geen cijfers beschikbaar zijn. Hierdoor is het niet mogelijk de hypotheekproductie van Essen Hyp in 2007 te schatten. Aangenomen wordt dat dit effect gering is op het markttotaal en amper tot geen effect heeft op de marktaandelen

53 In 2009 was NIBC echter één van de grote drie en neemt daarom de plek in van SNS PF in de C3-ratio.

aanbieders vrijwel de gehele markt innemen tot bijna 95 procent. Een belangrijke reden hiervoor is dat een groot aantal spelers zich in deze jaren heeft teruggetrokken van de Nederlandse markt.

Een subtielere maat voor concentratie is de Herfindahl-Hirschman Index (HHI).[54] Dit is een maatstaf voor de grootte van bedrijven ten opzichte van de gehele sector, waarbij grotere bedrijven zwaarder worden gewogen. De HHI ligt tussen 0 en 10.000, waarbij 10.000 de situatie van een monopolie weergeeft. Een vuistregel zegt dat een HHI lager dan 1000 een markt met weinig marktmacht weergeeft en een HHI groter dan 1800 een geconcentreerde markt. Over de periode 2005-2009 is de HHI gemiddeld 2.132. Hiermee is de vastgoedfinancieringsector een markt met weinig concurrentie. Vooral de laatste drie jaar is de markt sterker geconcentreerd geraakt, met een HHI van 2.980 in 2009.

Tabel 6 Vastgoedfinancieringsector kenmerkt zich door lage concurrentie

	2005	2006	2007	2008	2009	*Gemiddeld*
C3	60,3%	61,3%	71,3%	83,8%	78,7%	71,1%
C4	70,9%	71,4%	78,9%	87,4%	84,8%	78,7%
C6	80%	81,0%	86,8%	93,3%	94,7%	87,2%
HHI	1505,5	1464,7	1918,2	2791,6	2979,6	2131,9

Bron: SEO Economische Onderzoek, gebaseerd op (PropertyNL, 2007, 2008, 2009, 2010) ; zie Box 3 voor een toelichting op (de beperkingen van) de weergegeven data

Uit Tabel 6 blijkt ontegenzeggelijk dat een beperkt aantal partijen, grosso modo de 'traditionele' top-3, een groot deel van de markt in handen heeft. Wat verder opvalt is dat alle concentratiematen zowel in de periode van groei, als in de krimpfase opliepen.[55] Er heeft zich de laatste jaren dus een concentratie voltrokken, die deels losstaat van de kredietcrisis. De terughoudende opstelling van buitenlandse banken en banken die staatssteun ontvingen kan de ontwikkelingen tussen 2006 en 2008 immers niet volledig verklaren. Het is tegen deze achtergrond nuttig om te beoordelen in hoeverre er kleinere spelers zijn die gedurende een langere tijd in de markt aanwezig zijn om op die manier druk uit te oefenen op de grotere spelers. In dat geval is er mogelijk sprake van een *competitive fringe*, waarbij kleinere spelers concurrentiedruk kunnen uitoefenen op de grotere spelers. Dit is "[a]fhankelijk van de vraag of deze kleine spelers invloed hebben op het marktgedrag van de grotere spelers. Vooral telt het antwoord op de vraag of de kleinere spelers de potentie hebben groot te worden en een substantieel deel van de markt van de dominante aanbieders over te nemen. Zo ja, dan oefent de *competitive fringe* potentieel effectieve concurrentiedruk uit" (Boot & Schinkel, 2007). Inclusief Fortis en ABN heeft deze groep een redelijk constant marktaandeel, waarbij alleen in 2008 een verschuiving richting de top-3 plaatsvindt die meteen in 2009 wordt hersteld (Tabel 7). Kennelijk zijn de grote vastgoedspelers in staat geweest hun marktaandeel te vergroten door gebruik te maken van het saldo van toe- en uittreding. Hier wordt in de volgende paragraaf op ingegaan.

54 HHI wordt als volgt berekend: $\sum_{i=1}^{N} s_i^2$, waarbij s_i het marktaandeel van bedrijf *i* in procenten is.
55 Een kleine kanttekening daarbij is dat de HHI van 2005 op 2006 iets afnam.

Tabel 7 Marktaandeel van kleinere spelers die in 2005-2009 alle jaren actief waren

Speler	2005	2006	2007	2008	2009
NIBC*	11%	10%	8%	2%	8%
Van Lanschot Bankiers	3%	2%	2%	2%	4%
Deutsche Hypo	0%	0%	0%	1%	2%
Syntrus Achmea Vastgoed	4%	4%	3%	3%	1%
Bank voor de Bouwnijverheid	0%	0%	0%	0%	0%
Subtotaal	*18%*	*16%*	*12%*	*8%*	*15%*
ABN/Fortis**	5%	5%	8%	7%	6%
Totaal	*22%*	*21%*	*20%*	*14%*	*21%*
PM – Top-3	**60,3%**	**61,3%**	**71,3%**	**83,8%**	**78,7%**

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op (PropertyNL, 2007, 2008, 2009, 2010) ; zie Box 3 voor een toelichting op (de beperkingen van) de weergegeven data; * in 2009 is NIBC op basis van productie de nummer 3, maar is in termen van de waarde van uitstaande kredieten nog steeds substantieel kleiner dan SNS PF; ** ABN en Fortis zijn beide individueel niet de volledige periode in de markt aanwezig maar wel indien als groep beschouwd

Box 3 beschrijft de achtergrond van de cijfers gebruikt voor het bepalen van de marktaandelen en aantallen spelers, alsmede de relevante beperkingen van de dataset.

Box 3 Verantwoording cijfers i.v.m. leningproductie en marktaandelen

PropertyNL rapporteert jaarlijks de leningproductie van aanbieders van vreemd vermogen voor commercieel vastgoedfinanciering. Dit wordt gedaan op basis van een enquête. Het is niet duidelijk of PropertyNL alle vastgoedfinanciers, dus ook bijvoorbeeld de heel kleine, aanschrijft. De enquête wordt over het algemeen ook niet door alle aangeschreven partijen ingevuld. Daarnaast willen niet alle partijen dat de gegevens gepubliceerd worden. Hierdoor ontbreken er jaren bij sommige aanbieders, een deel hiervan is geschat door PropertyNL. Als gevolg van deze beperkingen is niet duidelijk welk deel van de markt precies wordt afgedekt met de enquête. Om reden van vertrouwelijkheid was PropertyNL niet bereid om hier nader inzicht in te verschaffen. Desalniettemin is het, op basis van de interviews en andere bronnen, zeer aannemelijk dat met de cijfers van PropertyNL een groot deel van de markt, in termen van kredietproductie, wordt bestreken.

SEO Economisch Onderzoek heeft de partijen waarvoor de gegevens over de jaren niet compleet zijn, benaderd met het verzoek de ontbrekende data aan te vullen. De respons hierop was niet voldoende om alle gaten in de data te vullen. Daarom is gebruik gemaakt van schattingen. Hierbij zijn twee rekenmethodes gebruikt. Wanneer sprake was van een constante leningproductie over verschillende jaren, is dit getal aangehouden voor het ontbrekende jaar. De tweede methode was een schatting op basis van de procentuele ontwikkeling van de totale transactiewaarde commercieel vastgoed van beleggingsfinancieringen, gerapporteerd door DTZ Zadelhoff.

Uit de interviews blijkt verder dat marktpartijen geen uniforme definitie van 'vastgoedfinanciering' hanteren. Het is daarom twijfelachtig of de cijfers die de verschillende aanbieders aan PropertyNL aanleveren over de volle breedte 1-op-1 vergelijkbaar zijn. Toch wordt de orde van grootte van de cijfers, en de ontwikkeling daarbinnen, in voldoende mate bevestigd tijdens de interviews om deze als representatief te beschouwen binnen de doelstelling van dit onderzoek.

Naast PropertyNL is er geen andere openbare database die informatie heeft over leningproductie in de tijd.

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op (PropertyNL, 2007, 2008, 2009, 2010) en telefoongesprekken met PropertyNL

4.3.3 Toe- en uittreding door Nederlandse spelers

Volgens de beschikbare cijfers is in de periode 2005-2009 slechts één Nederlandse partij toegetreden tot de markt, ABN Amro, en zelfs dit betreft een speler die al eerder actief was op de Nederlandse markt. Bovendien gaat het om een combinatie met de bestaande vastgoedactiviteiten van Fortis, waardoor er dus niet echt sprake is van een nieuw gezicht.

Buiten Fortis, wiens activiteiten dus zijn samengegaan met ABN Amro, is er slechts één partij in de lijst die zich (in ieder geval tijdelijk) heeft teruggetrokken volgens PropertyNL, Friesland Bank.[56] Het meeste impact heeft de strategiewijziging van SNS PF, waarbij de internationale vastgoedportefeuille wordt afgebouwd.

Het is aannemelijk dat er meer (kleinere) partijen zijn die hun activiteiten hebben geminimaliseerd of zich hebben teruggetrokken tijdens de crisis dan blijkt uit de lijst van PropertyNL, dan wel de markt hebben betreden in de goede tijd. Toch geven de interviews de indruk dat toe- en uittreding toch vooral bij buitenlandse spelers plaatsvindt. Dit blijkt ook uit Tabel 7: van de zes kleinere spelers die in de gehele periode 2005-2009 aanwezig zijn geweest in de markt, zijn er vijf Nederlands.

4.3.4 Internationale concurrentie

De aanbieders in Tabel 4 zijn niet allemaal Nederlands. Ongeveer de helft hiervan betreft buitenlandse aanbieders. In paragraaf 4.3.1 is reeds ingegaan op de rol van Duitse spelers. Opvallend is verder dat veel van de partijen niet elk jaar leningproductie in Nederland hebben. In het algemeen volgen deze partijen de conjunctuur en zoeken naar alternatieve markten in tijden van hoogconjunctuur en trekken zich terug op de thuismarkt tijdens slechtere periodes. Een van de interviewpartners beschreef een cyclus van ongeveer 15 jaar waarin (met name Duitse) partijen de Nederlandse markt betreden en weer verlaten. Er zijn onvoldoende cijfers beschikbaar om deze hypothese te staven, maar de recente ontwikkelingen in de financiële markten en de reële economie impliceren in ieder geval een toe- en uittredingsproces.

Een aantal partijen heeft nog net voor de kredietcrisis de Nederlandse markt betreden. Voor zowel Berlin Hyp als WestImmo geldt dat zij al eerder op de Nederlandse markt actief waren (PropertyNL, 2009). Ook Essen Hyp is in 2007 een vertegenwoordiging in Nederland gestart. Voor dat jaar waren geen cijfers beschikbaar, waarna zij in 2008 werd overgenomen door Eurohypo (PropertyNL, 2009).

Een fors aantal buitenlandse partijen heeft zich teruggetrokken uit de Nederlandse markt sinds het uitbreken van de kredietcrisis. Daarbij heeft, naast de conjuncturele ontwikkeling, ook de staatssteun en navolgende gelieerdheid tussen kredietverstrekking en politiek een rol gespeeld – veel financiers met staatssteun richten hun aandacht op de thuismarkt en trekken zich terug uit buitenlandse markten. Voor de Nederlandse situatie geldt dit bijvoorbeeld voor Hypo Real Estate, Aarela Bank en HBOS (PropertyNL, 2009).

---

56 Al is niet helemaal duidelijk of Friesland Bank zich daadwerkelijk heeft teruggetrokken, of dat zij geen gegevens aanlevert – al dan niet omdat zij haar activiteiten heeft beperkt of omdat zij geen strategische informatie aan concurrenten wil geven. PropertyNL gaf aan hier geen mededelingen over te kunnen doen (zie Box 3).

Tabel 8 geeft de resultante van de toe- en uittreding van buitenlandse partijen weer. Er waren ook partijen uit andere landen in de markt aanwezig, zoals HBOS uit UK en KBC uit België, maar data over productie van deze partijen ontbreken. Toch mag worden aangenomen dat de cijfers een goede indicatie zijn voor de plek die buitenlandse banken in het Nederlandse competitielandschap innemen. Het beeld van het meebewegen van marktaandelen van buitenlandse spelers met de conjunctuur wordt bevestigd. In goede tijden lijken de buitenlandse spelers een belangrijke rol te vervullen in het concurrentiespeelveld maar zij continueren deze rol niet in slechte(re) tijden.

Tabel 8 Marktaandeel buitenlandse spelers

Land	2005	2006	2007	2008	2009
Duitsland	14%	15%	9%	2%	4%
Verenigd Koninkrijk	4%	4%			
Totaal buitenland	18%	18%	9%	2%	4%

Bron: SEO Economische Onderzoek, gebaseerd op (PropertyNL, 2007, 2008, 2009, 2010); zie Box 3 voor een toelichting op (de beperkingen van) de weergegeven data

De meeste gesprekspartners verwachten dat een aantal van de vertrokken of andere buitenlandse partijen op termijn de markt (weer) zullen betreden als de conjunctuur aantrekt. Wel wordt breed de mening gedeeld dat de recente ontwikkelingen onder andere hebben getoond dat vastgoed vraagt om lokale representativiteit om met kennis van de lokale markt risico's adequaat te kunnen inschatten. Dit betekent dat buitenlandse toetreding, zonder echter een kantoor (en netwerk) te vestigen, naar verwachting in mindere mate zal plaatsvinden dan voor de crisis.

Zoals eerder toegelicht, wordt binnenlands vastgoed momenteel in beginsel vooral gefinancierd door binnenlandse banken en richten buitenlandse banken zich meer op hun eigen thuismarkt. Dit komt ook doordat banken dichter bij de overheid zijn komen te staan door kapitaalinjecties en verscherpt toezicht. De mogelijke kansen die in de Nederlandse markt liggen door de interessante marges, zo die er al zijn, worden daardoor niet of in beperkte mate benut door buitenlandse spelers.

4.3.5 Toe- en uittredingsdrempels

Op het eerste gezicht zijn er geen toe- en uittredingsdrempels. Toch geven alle gesprekspartners, zowel vragers, aanbieders als adviseurs, tijdens de interviews aan dat er wel (mogelijke) belemmeringen zijn om de Nederlandse markt te betreden.

In algemene zin wordt gesteld dat nieuwe spelers de specialistische kennis ontberen (dan wel moeten inkopen) die onmisbaar is om de risico's in te schatten die de sector kenmerken. Waar dit voorafgaande aan de kredietcrisis nog niet zozeer als een beletsel werd gezien, hebben de recente ontwikkelingen aangetoond hoe belangrijk het is om risico's te kennen en hiermee om te kunnen gaan. Voor buitenlandse banken geldt verder dat men ook de kennis van de lokale markt mist om risico's in te schatten en de aanwezigheid om dit vertrouwen uit te stralen, tenzij een lokaal kantoor of netwerk wordt opzet. Met dit laatste zijn uiteraard hogere kosten gemoeid.

Toetreding door Nederlandse partijen kan in beginsel op twee manieren: door een nieuwe bank op te zetten gericht op vastgoedfinanciering of doordat een bestaande financiële of vermogende speler de activiteiten uitbreidt naar vastgoedfinanciering. Bij het eerste speelt, buiten de normale

voorwaarden voor het opzetten van een bank, vooral de benodigde specialistische kennis een rol. Wat betreft het tweede moet het niet in de bestaande banken worden gezocht die nog niet betrokken zijn in vastgoedfinanciering – dat betreft slechts een zeer beperkt aantal en deze partijen lijken er niet de omvang voor te hebben.[57] Wel kan bijvoorbeeld gedacht worden aan institutionele partijen, zoals pensioenfondsen en verzekeraars. Er zijn al voorbeelden waarin dit gebeurt, denk bijvoorbeeld aan Syntrus Achmea. Maar, hoewel tijdens de interviews wordt aangegeven dat er kansen liggen voor institutionele partijen, lijken zij vooralsnog niet bereid om hun activiteiten te verbreden naar vastgoedfinanciering. Een reden die hiervoor wordt aangevoerd is een mogelijk 'imagoprobleem' in termen van risico dat samenhangt met vastgoedfinanciering en niet past bij de, over het algemeen conservatieve, institutionele partijen. Daarnaast geldt ook dat men er het apparaat niet voor heeft, in het bijzonder voor wat betreft de risicoanalyse. Ten slotte spelen de boekhoudregels binnen het Nieuw Financieel Toetskader een rol, die actuele waardering van activa eisen. De waardeschommelingen van vastgoed vormen daarbij in de ogen van institutionele partijen een belemmering.

Resumerend vormen vooral investeringen (in kennis en netwerk), de noodzaak voor lokale aanwezigheid en benodigde omvang (bij bestaande banken) mogelijke belemmeringen. Kijkend naar de periode voorafgaande aan de kredietcrisis blijken deze drempels niet dusdanig hoog te zijn geweest om toetreding stelselmatig te belemmeren, wat wijst op een conjunctuurgedreven aanwezigheid van drempels en een dito toe- en uittredingscyclus. In hoeverre deze drempels structureel van aard zijn geworden naar aanleiding van de recente economische ontwikkelingen en aangescherpte reguleringseisen, zoals sommige partijen beweren, is vooralsnog niet vast te stellen. Institutionele partijen hebben verder hun eigen redenen om de stap niet te zetten, redenen die niet besloten liggen in de marktstructuur.

Op basis van de huidige gegevens is de vastgoedsector contesteerbaar op basis van de dreiging van buitenlandse toetreding, maar doet het effect van deze dreiging op het beperken van mededingingsrechtelijke risico's zich vooral gelden tijdens economisch gunstige perioden.

4.4 Vraag

4.4.1 Typering van spelers

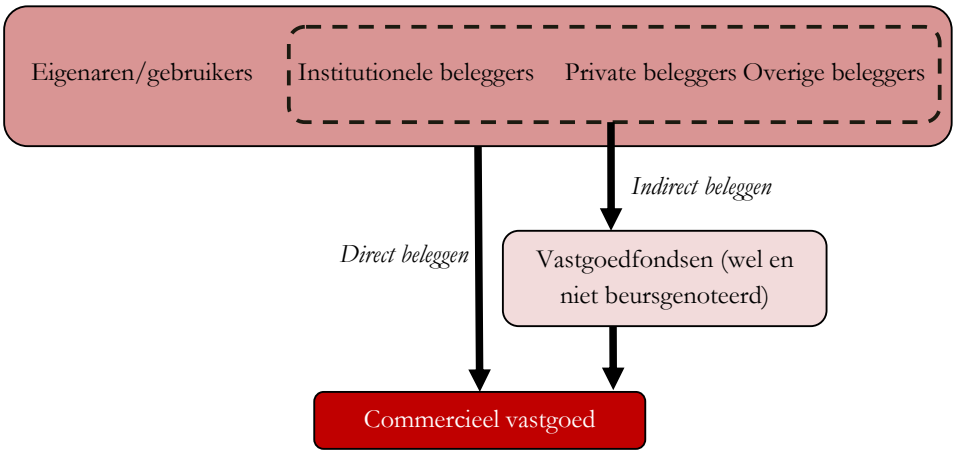
Er zijn twee typen financieringen in vastgoed, project/ontwikkelingsfinanciering en beleggingsfinanciering. Project/ontwikkelingsfinanciering is gericht op de ontwikkel- en bouwfase van commercieel vastgoed en dekt de bijbehorende kosten. Deze levensfase van commercieel vastgoed wordt voornamelijk door (project)ontwikkelaars gefinancierd.

Beleggingsfinanciering is gericht op reeds voltooid of geherstructureerd onroerend goed dat geëxploiteerd kan worden. Er zijn diverse typen beleggers, die echter niet allemaal tot vragers van vastgoedkrediet kunnen worden gerekend. Een eerste categorie betreft de 'eigenaar/gebruiker'.

[57] Hierdoor zullen zij ook niet beschikken over (toegang tot) de noodzakelijk funding.

Deze partijen investeren in onroerend goed voor eigen gebruik.[58] Daarnaast zijn er de 'professionele' beleggers die investeren met het oog op het behalen van rendement. Hierbinnen worden drie categorieën onderscheiden: institutionele beleggers, private beleggers en overige beleggers. Zij kunnen zelf ('direct') beleggen of indirect via vastgoedfondsen, die al dan niet beursgenoteerd zijn (Figuur 3).

Figuur 3 Investeerders in onroerend goed



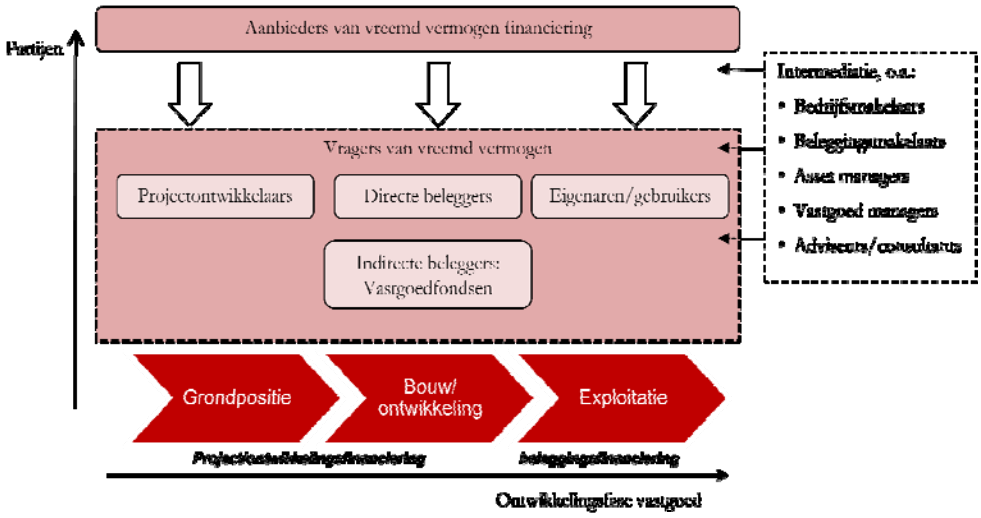
Bron: SEO Economisch Onderzoek

Partijen die alleen indirect beleggen, via een vastgoedfonds, zijn geen vragers van krediet – het vastgoedfonds trekt vreemd vermogen aan om te bundelen met het door beleggers ingebrachte eigen vermogen.

Naast de vragers en aanbieders zijn er diverse tussenpersonen actief op de markt. De meeste van deze partijen, zoals de bedrijfsmakelaars en beleggingsmakelaars, richten zich niet specifiek op financiering. Hoewel zij van belang zijn in de markt, bijvoorbeeld om beleggers en aanbieders van onroerend goed te koppelen, worden in het vervolg van dit onderzoek alleen tussenpersonen die bemiddelen tussen vragers en aanbieders van financiering besproken. Figuur 4 illustreert de vraagkant van de markt voor vastgoedfinanciering.

58 Voor zover dit particuliere eigenaars betreft, vallen de bijbehorende kredieten buiten de scope van dit onderzoek. Bedrijven die onroerend goed in eigendom willen financieren vallen in beginsel wel onder onroerendgoedfinanciering maar zullen veelal niet als zodanig (h)erkend worden in de cijfers omdat de financiering veelal mee zal lopen in de totale bedrijfsfinanciering bij een algemene bank. Zie verder hoofdstuk 4.3.1.

Figuur 4 De markt voor vastgoedfinanciering - vraagkant



Bron: SEO Economisch Onderzoek

4.4.2 Kopersmacht

Er is geen informatie beschikbaar over het totaal aantal vragers van vastgoedfinanciering. Wel is deze kant van de markt goed georganiseerd. Er bestaan diverse brancheorganisaties. Alhoewel er enige overlap bestaat en ook niet alle partijen verenigd zijn in dergelijke organisaties, bieden hun ledenaantallen een aanknopingspunt om een beeld te verkrijgen van het aantal spelers.

De relevantie van aantal vragende partijen in de markt ligt bij de invloed van dit element van de marktstructuur op de mate van concurrentie. De vragers van vastgoedfinanciering kunnen het producentensurplus afromen door concentratie van hun vraag; in de volksmond is dan sprake van kopersmacht. In theorie kan een enkele vrager de markt dicteren, een monopsonie. Voor dit onderzoek is van belang dat concentratie van de vraag een tegenhanger kan zijn voor mogelijke concentratie aan de aanbodzijde van de markt; de krachten van vraag en aanbod komen weer evenwicht. Kopersmacht kan er met andere woorden voor zorgen dat onvolkomenheden in de marktstructuur aan de aanbodzijde gecorrigeerd worden met als uitkomst een prijsstelling die vergelijkbaar is met de uitkomst in een markt met voldoende effectieve concurrentie.

Projectontwikkelaars kunnen zowel grote als kleinere partijen zijn. De grotere projectontwikkelaars zijn vertegenwoordigd door de Nederlandse Projectontwikkeling Maatschappijen (NEPROM). Hierbij waren eind 2008 69 leden aangesloten. De kleinere ontwikkelaars en bouwondernemers zijn vertegenwoordigd in de NVB-Bouw. Deze brancheorganisatie heeft ongeveer 200 leden.

De institutionele beleggers, waaronder grote pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en vermogensbeheerders, zijn verenigd in Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed Nederland (IVBN). Ook (al dan niet beursgenoteerde) vastgoedfondsen zijn vertegenwoordigd door de IVBN. Zij had eind 2008 31 leden.

Een groot deel van de particuliere beleggers die direct in commercieel vastgoed investeren zijn vertegenwoordigd door de Vereniging Vastgoed Belang (VVB). De VVB heeft ongeveer 7.000 leden.

Tabel 9 vat de informatie over de brancheorganisatie en aantallen leden samen. Het aantal vragers ten opzichte van het aantal aanbieders is groot.

Tabel 9 Aantal leden van brancheorganisaties als maatstaf voor het aantal vragers[59]

Brancheorganisatie	Vertegenwoordigt	Aantal leden
NEPROM	Grotere projectontwikkelaars	69 (eind 2008)
NVB-Bouw	Ontwikkelaars & bouwondernemers	Circa 200
VVF	Besloten, niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen die zich in hoofdzaak richten op de particuliere beleggersmarkt.	10
IVBN	Institutionele beleggers (grote pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en vermogensbeheerders) en al dan niet beursgenoteerde) vastgoedfondsen	31 (eind 2008)
VVB	Particuliere beleggers	7.000

Bron: (IVBN, 2011; NEPROM, 2011; NVB Bouw, 2011; Vereniging Vastgoed Fondsen, 2011)

Met de uitvraag is getracht inzicht te krijgen in de verdeling van de uitstaande kredieten over afnemers. Dit heeft echter onvoldoende eenduidige gegevens opgeleverd.[60] Algemeen kan gesteld worden dat beleggers de grootste afnemer van financiering zijn. De rol van ontwikkelaars is op dit moment klein. Naar alle waarschijnlijkheid verschilt de mate van countervailing power sterk tussen groepen afnemers. Voor particuliere beleggers mag aangenomen worden dat de vraag per afnemer laag is en dat er weinig substituten voorradig zijn. Institutionele beleggers daarentegen vertegenwoordigen veelal een grotere financieringsvraag per afnemer en zij hebben, gezien hun omvang en risicoprofiel, makkelijker toegang tot substituten.

Cijfers over de vraag naar vastgoedfinanciering, en de volatiliteit daarvan, ontbreken. Er is onvoldoende bewijs voor het bestaan van kopersmacht als tegenhanger voor mogelijke concentratie aan de aanbodzijde. Als we naar de beweging in de markt kijken, lijken de condities in de markt eerder door de aanbiedende partijen gedicteerd te worden dan door de vragende partijen. Het lijdt geen twijfel dat er een forse daling in de vraag heeft plaatsgevonden naar aanleiding van de conjuncturele ontwikkeling, en die in de vastgoedsector in het bijzonder. De meeste interviewpartners zijn echter van mening dat de vraag in mindere mate is gedaald dan het aanbod en dat er voorlopig meer vraag dan aanbod blijft. Ook de bevindingen over andere indicatoren onderschijven de ontwikkeling van een vraag- naar een aanbodmarkt, waarbij aanbodrestricties worden gehanteerd – zoals ook in den brede speelt in de financiële sector.

In een aanbiedersmarkt met aanbodrestricties zal het niet moeilijk zijn om vragers te vinden voor beschikbare kredieten, zelfs tegen gestegen prijzen en voorwaarden. Bij herfinanciering bestaan er

59 Hoewel sommige partijen zelf ook aanbieders van (eigen) vermogen zijn, worden zij in het kader van dit onderzoek beschouwd met het oog op hun rol als vrager van vreemd vermogen. Zie paragraaf 4.4.1.

60 Een alternatief is om uit te gaan van de aandelen van afnemers in het totale investeringsvolume. In Bijlage A wordt een overzicht gegeven van dergelijke cijfers, maar de definities lopen te veel uiteen met de definities in dit rapport om eenduidige conclusies te trekken. Daarnaast kunnen er grote verschillen bestaan in leverage tussen afnemers waardoor de cijfers over het totale investeringsvolume een vertekend beeld geven.

op dit moment ook weinig alternatieven. Op basis van deze kwalitatieve vaststellingen, en het beeld dat volgt uit de interviews, mag aangenomen worden dat de prijselasticiteit laag is.[61]

4.4.3 Overstapgedrag

Financier en afnemer gaan een kredietovereenkomst aan, waarbij over het algemeen een einddatum wordt afgesproken. Op de einddatum moet het krediet worden afgelost – al dan niet op basis van een nieuwe lening bij een andere aanbieder – of vervangen door een nieuwe kredietovereenkomst met dezelfde aanbieder. Voor zover het overstappen voor de einddatum mogelijk is, zullen hier over het algemeen boeteclausules voor gelden zoals in den brede gebruikelijk is in de financiële sector. Een natuurlijker moment om (te overwegen) over te stappen naar een andere aanbieder is de einddatum van de kredietovereenkomst, ook wel het moment van herfinanciering genoemd.

Indien afnemers van aanbieder willen wijzigen, al dan niet aan het einde van de looptijd, kunnen zij geconfronteerd worden met directe en indirecte overstapkosten. Bij de eerste categorie kan gedacht worden aan boeteclausules bij de huidige aanbieder en (hogere) administratiefees bij de toekomstige aanbieder. De tweede categorie heeft bijvoorbeeld betrekking op de hogere risicopremie voor nieuwe financieringen omdat er minder informatie aanwezig is bij de financier over een nieuwe dan over een bestaande klant. Noch op basis van de beschikbare literatuur, noch op basis van de interviews is het mogelijk de overstapkosten kwantitatief te duiden. Hetzelfde geldt voor de daadwerkelijke *switching rate*.

Een mogelijke belemmering die genoemd werd om over te stappen, is dat banken nooit de gehele schuld in een keer laten aflopen.[62] Verschillende tranches hebben verschillende looptijden. Indien een andere bank een deel van de financiering overneemt, komt deze tweede in rang in de zekerheidspositie ten opzichte van het onderpand. Toch kan uit de interviews worden opgemaakt dat het overstappen naar andere aanbieders een normaal verschijnsel was voorafgaande aan de crisis. Aanbieders waren sterk gericht op het vergroten van marktaandeel en boden aantrekkelijke voorwaarden om overstappen te stimuleren.

De komende jaren loopt een groot aantal kredieten af, die moeten worden geherfinancierd. De precieze volumes voor Nederland zijn niet bekend. Doordat partijen tijdens de crisis hebben gekozen om kort te verlengen, om zo gebruik te maken van de lage korte rente, is dit probleem verergerd.[63] Dit was voorheen voor afnemers een moment om overstappen te overwegen, op zoek naar gunstigere voorwaarden. De mogelijkheden hiertoe zijn echter drastisch beperkt. De risicoperceptie bij financiers is gewijzigd. Concreet uit zich dit bijvoorbeeld in hogere eisen aan de verhouding tussen de waarde van het onderpand en het krediet, de Loan To Value (LTV). De waarde van het onderliggende onroerend goed is de laatste jaren over het algemeen gedaald. Waar de banken aansturen op lagere LTVs, worden zij bij herfinanciering dus juist geconfronteerd met stijgende LTVs. In combinatie met de verslechterde vooruitzichten, in termen van bijvoorbeeld ontwikkeling van onroerendgoedprijzen en huurinkomsten, is het voor afnemers moeilijk om kredieten die aflopen onder te brengen bij nieuwe aanbieders. Een nieuwe financier zal het overnemen van het krediet pas dan overwegen, als op basis van hetzelfde onderpand een lager

61 Zoals zal blijken in hoofdstuk 5.2 ontbreekt het aan prijsgegevens om prijselasticiteiten te berekenen.
62 Dat aanbieders hiertoe in staat zijn, kan duiden op marktmacht of intransparantie.
63 Dit wordt ook wel de naderende 'wall of debt' genoemd.

krediet kan worden aangegaan. Dit betekent dat de oude financier moet afwaarderen of de afnemer een deel van de lening uit eigen zak moet aflossen. Hiertoe is men veelal niet bereid of in staat. Dit betreft dan nog slechts het tegemoetkomen aan de eisen voor een lagere LTV. Uiteraard zullen nog allerlei andere overwegingen meespelen, zoals een hogere prijs voor het gestegen risico, bij het al dan niet willen overnemen van een krediet. Al met al zijn aanbieder en afnemer bij herfinanciering op elkaar aangewezen, en is overstappen bij veel herfinancieringen geen optie. De verwachting is dat dit beeld de komende jaren aanhoudt en zelfs zal verslechteren.

4.5 Kennisachterstand en tussenpersonen

Vastgoedfinancieringtransacties gaan vaak over grote bedragen, waarbij toekomstverwachtingen over bijvoorbeeld vastgoedprijzen, huurontwikkeling en rentestanden van groot belang zijn om keuzes te maken. Hierbij is het evident dat risico's goed moeten worden ingeschat en zo nodig afgedekt. De interviewpartners geven unaniem aan dat de meeste afnemers zichzelf competent achten om financieringstransacties af te kunnen sluiten. Toch wordt tegelijkertijd aangegeven dat er met name op het gebied van liquiditeitsopslagen als onderdeel van de prijs en het indekken van risico's via bijvoorbeeld renteswaps een informatieachterstand is, of zou kunnen zijn, ten opzichte van aanbieders.

Tussenpersonen kunnen een rol vervullen om informatieongelijkheid tussen vragers en aanbieders op te heffen, en om de kring van mogelijke aanbieders waar vragers uit kunnen kiezen te vergroten. Hoewel er sprake is van grote en vaak complexe transacties, is de rol van tussenpersonen echter beperkt. Verschillende partijen geven aan dat aan vraagzijde de huisaccountants belangrijke adviseurs zijn bij het tot stand komen van financieringstransacties. Accountants profileren zich als beoordelaars van risico en deskundigen op het gebied van waardebepaling.

In een aantal segmenten is er sprake van een (beperkte) markt voor tussenpersonen. Die kunnen bijvoorbeeld ingezet worden om naast een kredietvragende partij een syndicaatconstructie te ontwerpen, waarop kredietverstrekkers bij gezocht worden.

Een der banken zegt zichzelf als bankier in zo'n rol te positioneren. Deze bank neemt de rol van syndicaatleider, en verklaart in het eigen business- en beloningsmodel een structuur te hebben waardoor ze meer aan de zijde van hun klant (de vragende partij) staan dan tegenover deze klant.

4.6 Conclusie

Tabel 10 vat de conclusies van dit hoofdstuk samen. Per indicator wordt steeds aangegeven of er voldoende kwantitatieve en/of kwalitatieve informatie beschikbaar is om eenduidige conclusies te trekken over de onderzoeksvraag. Vervolgens wordt aangegeven of de indicator een risico identificeert voor de aannemelijkheid van collusie of de mate van concurrentie in de vastgoedfinancieringsector. In hoofdstuk 1 volgen de overkoepelende conclusies.

Tabel 10 Conclusies per marktstructuurindicator

Indicator	Conclusie indicator	Beschikbare informatie		Risico op vlak van	
		Kwantitatief	*Kwalitatief*	*Mate van concurrentie*	*Collusie*
Product					
Productdifferentiatie	Homogeen product maar diversiteit aan uitingsvormen o.b.v. risico 'Hoog risico' mogelijk een nichemarkt	0	+	**Mogelijk**	**Nee**
Syndicaatleningen	Spelen relevante rol Beperkt aantal partijen in staat om syndicaatleningen af te sluiten	0/+	+	**Ja**	**Ja**
Substituten	Vragers kunnen zich slechts in beperkte mate tot substituten wenden	0	+	**Mogelijk**	**Mogelijk**
Aanbod					
Concentratie	Hoge concentratie Beperkte druk vanuit *competitive fringe*	+/++	++	**Ja**	**Ja**
Toe/uittreding	Beperkte toe/uittreding van binnenlandse partijen, wel van buitenlandse partijen	+	+/++	**Mogelijk**	**Mogelijk**
-drempels	Beperkte belemmeringen Sector lijkt m.n. contesteerbaar in gunstig economisch klimaat	0	+	**Mogelijk**	**Mogelijk**
Internationale concurrentie	Concurrentie op golven van de marktontwikkeling	+	+/++	**Nee**	**Nee**
Vraag					
Countervailing power	Onvoldoende info voor eenduidig oordeel	0	0/+	Geen oordeel	
Volatiliteit	Geen data over vraag(ontwikkeling) Verwachting dat vraag volatiel is geweest	0	+	**Nee**	**Nee**
Prijselasticiteit	Geen data beschikbaar Verwachting dat deze laag is	0	+	**Mogelijk**	**Mogelijk**
Overstapgedrag[64]	Overstapmogelijkheden beperkt	0	+	**Ja**	**Ja**
-switching rate	Geen data beschikbaar Verwachting dat deze voor crisis hoog was, nu groot probleem voor herfinancieringen	0	0/+	Geen oordeel	
-overstapkosten	Onvoldoende info voor eenduidig oordeel	0	0	Geen oordeel	
Tussenpersonen					
Kennisachterstand vragers	Afnemers zien zelf geen info achterstand	0	0/+	**Nee**	**Nee**
Rol tussenpersonen	Welke rol hebben tussenpersonen en hoe frequent wordt hier gebruik van gemaakt	0	+	**Nee**	**Nee**

Bron: SEO Economisch Onderzoek; Legenda beschikbare informatie: 0 = onvoldoende info beschikbaar voor eenduidige conclusie, ++ = voldoende info beschikbaar

64 Overstapgedrag wordt veelal beoordeeld op basis van *switching rate* en overstapkosten. Hierover is onvoldoende informatie beschikbaar. In het kader van de problematiek rondom herfinanciering (de zogenoemde *wall of debt*) zijn er toch voldoende aanwijzingen om te stellen dat de overstapmogelijkheden thans beperkt zijn. Hoewel contra-intuïtief wordt daarom wel een oordeel geveld over overstapgedrag maar niet over de onderliggende elementen.

5 Gedrag

5.1 Inleiding: gedragsindicatoren

Gedrags- en prestatie-indicatoren kunnen samenvallen. Harrington legt de nadruk op de volgende *stylized facts* in de bewegingen van marktprijzen die voor hem onderdeel zijn van 'behavioral screening':[65]

- Geleidelijke stijging van marktprijzen na een eerdere scherpe prijsdaling;
- Afname van de spreiding in marktprijzen;
- Sterke correlatie in de prijzen van concurrenten;
- Grote uniformiteit in marktprijzen, met inbegrip van de tarieven voor aanvullende diensten;
- Specifieke regime switches in de marktprijs.

In dit en het volgende hoofdstuk worden indicatoren voor gedrag en prestatie separaat behandeld. Tabel 11 beschrijft de indicatoren die centraal staan in dit hoofdstuk en geeft per indicator aan wat het effect is op de mate van concurrentie en op de aannemelijkheid van kartelvorming (collusie).

Tabel 11 Gedragsindicatoren

Indicator	Toelichting indicator	Effect op risico's voor	
		Mate van concurrentie	*Collusie*
(Prijs)transparantie	Mate waarin de verschillende prijzen en (product)verschillen van aanbieders inzichtelijk zijn.	-	+
Prijsdiscriminatie	Mogelijkheid voor producent om voor verschillende groepen afnemers een verschillende prijs te vragen	+	-/+
Productkoppeling	• Wanneer de verkoop van het ene product afhankelijk is van de verkoop van een ander product. • Wanneer een product alleen verkocht wordt in combinatie met andere producten.	+	-/+
Organisatiegraad	Mate waarin bedrijven zijn vertegenwoordigd door brancheverenigingen en frequentie van samenkomen	-/+	+

Bron: SEO Economisch Onderzoek; Legenda effecten: - = indicator duidt op lage kans dat de mate van concurrentie negatief beïnvloed wordt, respectievelijk dat collusie aannemelijk is, + = indicator duidt op hoge kans dat de mate van concurrentie negatief beïnvloed wordt, respectievelijk dat collusie aannemelijk is

Hieronder wordt eerst kort het theoretische effect van de indicatoren besproken, in de navolgende paragrafen wordt vervolgens nagegaan of er aanwijzingen zijn dat dit effect een rol speelt in de vastgoedfinancieringsector.

Transparantie van prijzen en prijsvorming maakt het vragers eenvoudiger prijzen te vergelijken, wat gunstig is voor de mededinging. Aanbieders kunnen echter ook makkelijker afspraken maken en afdwingen wanneer de prijzen transparant zijn.

[65] (Harrington, 2006).

Wanneer aanbieders kunnen differentiëren in prijzen (*prijsdiscriminatie*) voor verschillende (groepen van) afnemers, verkleint dit de mogelijkheid voor afnemers om prijzen te vergelijken en te onderhandelen. Het resultaat is vermindering van de concurrentiedruk. De mogelijkheid om prijsdifferentiatie toe te kunnen passen hangt af van het vermogen van de aanbieders om verschillen in betalingsbereidheid tussen afnemers te identificeren. In theorie kan prijsdifferentiatie er toe leiden dat een aanbieder het gehele consumentensurplus afroomt. De betekenis van prijsdifferentiatie als indicator voor het bestaan van collusie is minder evident.

Productkoppeling impliceert een sterke (onvrijwillige) binding van de afnemer aan de aanbieder en daarmee een verhoogde kans op verlaagde concurrentieprikkels. De betekenis van de indicator voor het bestaan van collusie is minder evident.

Collusie staat of valt met de mogelijkheid om afspraken te maken. Vervolgens moeten gegevens beschikbaar zijn om het nakomen van afspraken te controleren. De mate waarin aanbieders georganiseerd zijn (*organisatiegraad*), bijvoorbeeld in brancheverenigingen, kan hierin een belangrijke rol spelen.[66]

5.2 Prijsbeleid

5.2.1 Achtergrond: elementen in de prijs

De prijs van een bancair krediet (de rente) wordt over het algemeen gevormd door een basisrente waarboven opslag wordt gerekend. Naast de rente kunnen diverse andersoortige bedragen in rekening worden gebracht, zoals afsluitprovisies. De opslag boven de basisrente bestaat ruwweg uit een debiteurenopslag en een liquiditeitsopslag. In de prijs moeten de vaste en variabele kosten van de kredietverstrekker worden goedgemaakt, waaronder de kosten voor het aanhouden van kapitaal.

In de vastgoedsector wordt vaak de Euribor als basisrente gebruikt. Euribor staat voor Euro Interbank Offered Rate en is een referentierente gebaseerd op de gemiddelde rente waartegen banken bereid zijn onderling geld uit te lenen op de Europese interbancaire euromarkt.[67] De Euribor-tarieven zijn sterk gerelateerd aan het tarief voor de basis-herfinancieringstransacties van de Europese Centrale Bank, de zogenaamde 'refirente'. Voor het berekenen van de Euribor worden rentes gebruikt van 'primaire' banken, dat wil zeggen banken van een bepaald kwaliteitsniveau. Banken met een mindere kwaliteit betalen een premie bovenop de Euribor. Hoewel de Euribor-tarieven en de refirente van de ECB een referentiepunt zijn voor de vastgoedrentetarieven, reflecteren zij niet de werkelijke funding-kosten voor de vastgoedfinancier. Banken halen hun funding voor kredietverlening normaliter uit de kapitaalmarkt of trekken spaargeld aan. Zij funden zich dus niet tegen het Euribor-tarief maar tegen kapitaalmarkttarieven of de spaarrente. De liquiditeitsopslag reflecteert de kosten die een individuele bank maakt bij het aantrekken van funding ten opzichte van het Euribor-tarief. Sinds de kredietcrisis is er veel aandacht voor de 'liquiditeitsopslag'. Deze is echter niet nieuw. In essentie zijn de funding-kosten van de bank dus gelijk aan de basisrente plus de liquiditeitsopslag. Voorafgaande aan de

66 Volgens (Buijs & Vermeulen, 2008) is er in de praktijk bij 35% van de gevonden afspraken sprake van branche- of handelsorganisaties.

67 Zie www.euribor.org.

kredietcrisis was de relatie tussen de funding-kosten en de Euribor-tarieven wel directer dan nu, waardoor de liquiditeitsopslag een minder prominente rol speelde. De debiteurenopslag, ten slotte, reflecteert de prijs die de kredietnemer betaalt voor het risico dat zij de kredietkosten op enig moment gedurende de looptijd niet kan voldoen.

5.2.2 Prijsvorming, prijsdiscriminatie en transparantie[68]

De prijsvorming van vastgoedkrediet wordt in belangrijke mate bepaald door risico(perceptie) van het onderliggende vastgoed en de gerelateerde kasstromen. Twee vaak gehanteerde parameters hiervoor zijn de LTV en de zogenaamde *debt service coverage ratio*. Laatstgenoemde is een indicator voor de mate waarin verwacht mag worden dat de vrager van het krediet de bijbehorende lasten kan dragen. Deze parameter is pas sinds kort (weer) van belang. In de periode voor de crisis keek men minder naar *cash flows* en meer naar de verwachte waardeontwikkeling.

In een markt met effectieve concurrentie komt de prijs tot stand na (impliciete) onderhandeling tussen vragers en aanbieders. In algemene zin werd tijden de interviews gesteld dat er in de huidige markt weinig ruimte voor onderhandeling is.[69] De opslag boven de basisrente, en met name de liquiditeitsopslag, is een door aanbieders bepaalde prijs waar geen (neerwaartse) rek in zit, aldus diverse gesprekspartners. Dit geldt overigens minder voor kredieten van 'hoge kwaliteit' in termen van LTV, *debt service coverage ratio* en de kwaliteit van het onroerend goed zelf. In dit segment wordt sterker geconcurreerd, en is het verschil tussen de tarieven groter. Hoewel vastgoedfinanciering als homogeen product wordt gezien, leiden met name verschillen in risico tot maatwerk. Omdat banken goed weten wanneer niemand wil financieren, is er bij kredieten van 'lage kwaliteit' veel minder sprake van concurrentie. Waar deze verdeling precies ligt, en hoe groot deze twee segmenten zijn, is op basis van beschikbare data en de interviews niet te beoordelen. Er is dus onvoldoende prijsinformatie beschikbaar om expliciet vast te stellen of er daadwerkelijk sprake is van prijsdiscriminatie, maar de interviews bevestigen deze analyse.

Van belang is verder dat risico's (meestal) niet openbaar of waarneembaar zijn en dat het beprijzen van risico complex is. Het verschil in prijzen is daarmee niet altijd makkelijk te verklaren op basis van het verschil in risico's. Daar komt bij dat de opslag bovenop de basisrente veelal als geheel wordt gepresenteerd, en niet onderverdeeld in debiteurenrisico, liquiditeitsopslag en overige opslagen. In combinatie met het feit dat het (debiteuren)risico per klant kan verschillen, beperkt dit het vergelijken van prijzen voor zover deze beschikbaar zijn. Dit alles rechtvaardigt de constatering dat prijzen niet transparant zijn. Voor vragers van financiering zijn

68 Transparantie heeft in de eerste plaats betrekking op de eindprijzen. Concurrentiedruk ontstaat doordat vragers shoppen tussen aanbieders waarvoor ze prijzen moeten kunnen vergelijken. In een markt met geconcentreerd aanbod en transactiekosten, zoals in de markt voor vastgoedfinanciering, is de ruimte voor shopgedrag kleiner. Indien er in een dergelijke situatie transparantie over de prijsopbouw wordt bewerkstelligd, kan de klant zich een oordeel vormen over het aanbod door de prijs van het product te vergelijken met de kosten. Dit is precies de reden dat er voor financiële producten regels gelden die het voor klant mogelijk maken inzicht te krijgen in de kostenopbouw van het product. Is die transparantie er niet, dan ontstaat er ruimte voor marges die hoger zijn dan in het normale economische verkeer gebruikelijk zijn. Daarom wordt in deze paragraaf ook ingegaan op transparantie over de prijsopbouw.

69 Vermeld zij dat niet alle aanbieders dit bevestigden.

ze dat zeker niet, en aanbieders kunnen doorgaans evenmin waarnemen wat hun concurrenten in individuele deals overeenkomen.[70]

Dit beeld werd bevestigd tijdens de interviews, waarin werd aangegeven dat er weinig tot geen inzicht is in hoe de opslag boven de basisrente tot stand komt. Dit geldt in het bijzonder voor de liquiditeitsopslag, waarvan zelfs de contactpersonen van vragers bij de bank niet altijd het fijne weten. Dit is op zich niet verwonderlijk. De liquiditeitsopslag is een resultante van de verschillende *funding*-instrumenten die een bank hanteert en komt tot stand in het domein van de *Treasury*-afdeling. Dat sommige banken geen onderscheid maken tussen (met name) de liquiditeitsopslag en debiteurenopslag, maakt dat dit probleem overslaat naar de gehele opslag boven de basisrente. Ook is er amper openbare informatie over tot stand gekomen prijzen. Waar voor andere markten financiële informatie over bijvoorbeeld prijzen aanwezig is bij organisaties zoals Bloomberg, is dit in de vastgoedfinancieringsector niet het geval.

Aanbieders hebben dus een informatievoorsprong over de prijsvorming, met name op het gebied van de liquiditeitsopslag. Omdat er geen transparantie bestaat aangaande de prijsvorming en de gerealiseerde prijsniveaus blijft die voorsprong bestaan. Het gebrek aan transparantie betekent ook dat het zo goed als onmogelijk is om te bepalen wat een 'normale' prijs is.

5.3 Productkoppeling

Er is geen informatie beschikbaar over productkoppeling. Ook op basis van de interviews kunnen geen eenduidige conclusies worden getrokken over deze indicator.

5.4 Organisatiegraad

De vastgoedsector kent een relatief hoge organisatiegraad. Met name aan de vraagkant zijn diverse brancheorganisaties actief (zie hoofdstuk 4.4). Vragers en aanbieders komen samen op diverse evenementen zoals de Provada (nationaal) en Mipim in Cannes (internationaal). De sector wordt over het algemeen gekenmerkt als een 'netwerksector'. Aan de aanbodkant is geen specifieke vastgoedbrancheorganisatie. Wel zijn de meeste vastgoedfinanciers lid van de Nederlandse Vereniging van Banken, al dan niet via de bankengroep waartoe ze behoren.

De sector kent volgens de meeste interviewpartners een sterk ons-kent-ons karakter. Er zijn weinig spelers en zij komen elkaar geregeld tegen. Werknemers werken veelal lange tijd in de sector en switchen tussen werkgevers.

5.5 Conclusie

Tabel 12 vat de conclusies van dit hoofdstuk samen. Per indicator wordt steeds aangegeven of er voldoende kwantitatieve en/of kwalitatieve informatie beschikbaar is om eenduidige conclusies te trekken over de onderzoeksvraag. Vervolgens wordt aangegeven of de indicator een risico

[70] Wel zijn aanbieders over het algemeen goed op de hoogte van wie er op de markt is voor bepaalde kredietaanvragen, hoe de stemming rondom een aanvraag is etc.

identificeert voor de aannemelijkheid van collusie of de mate van concurrentie in de vastgoedfinancieringsector. In hoofdstuk 1 volgen de overkoepelende conclusies.

Tabel 12 Conclusies per gedragsindicator

Indicator	**Conclusie indicator**	**Beschikbare informatie**		**Risico op vlak van**	
		Kwantitatief	*Kwalitatief*	*Mate van concurrentie*	*Collusie*
(Prijs)transparantie	Geen openbare prijsinformatie Complexe prijsvorming	0	+	**Mogelijk**	**Nee**
Prijsdiscriminatie	Onvoldoende info voor eenduidig oordeel	0	0/+	Geen oordeel	
Productkoppeling	Onvoldoende info voor eenduidig oordeel	0	0	Geen oordeel	
Organisatiegraad	Meeste spelers lig van NVB Hoog 'ons-kent-ons' karakter	0/+	+	*	**Mogelijk**

Bron: SEO Economisch Onderzoek; Legenda beschikbare informatie: 0 = onvoldoende info beschikbaar voor eenduidige conclusie, ++ = voldoende info beschikbaar; *effect van indicator op EMP niet eenduidig

6 Prestatie

6.1 Inleiding: prestatie-indicatoren

Tabel 13 beschrijft de indicatoren die centraal staan in dit hoofdstuk en geeft per indicator aan wat het effect is op de mate van concurrentie en op de aannemelijkheid van kartelvorming (collusie). Dit hoofdstuk bespreekt eerst het theoretische effect van de indicatoren en bekijkt vervolgens of er aanwijzingen zijn dat dit effect een rol speelt in de vastgoedfinancieringssector.

Tabel 13 Prestatie-indicatoren

Indicator	Toelichting indicator	Effect op risico's voor	
		Mate van concurrentie	*Collusie*
Prijsontwikkeling			
frequentie van aanpassingen	Hoe vaak prijzen worden aangepast	-	-
prijsstijging	Een eenmalige forse stijging van de prijs	+	+
prijsverschillen	Mate waarin prijzen van aanbieders onderling afwijken	-/+	-/+
Hoge prijs t.o.v. buitenland	Het verschil tussen binnen- en buitenlandse prijzen	+	+
Stabiliteit aanbodontwikkeling	Mate waarin aanbod zich in de tijd stabiel ontwikkelt	+	+
Hoge (winst)marge	Omvang van de marges	+	-/+
Innovatie	Mate van vernieuwing	-	-

Bron: SEO Economisch Onderzoek; Legenda effecten: - = indicator duidt op lage kans dat de mate van concurrentie negatief beïnvloed wordt, respectievelijk dat collusie aannemelijk is, + = indicator duidt op hoge kans dat de mate van concurrentie negatief beïnvloed wordt, respectievelijk dat collusie aannemelijk is

Een eerste indicator die valt onder het kopje Prestatie is de prijsontwikkeling. Een stabiele prijsontwikkeling, waarbij prijzen niet worden aangepast naar aanleiding van veranderingen in de vraag of de kostenstructuur, kan wijzen op afspraken – al dan niet expliciet – tussen aanbieders. Het kan ook wijzen op een vorm van marktmacht en dus op onvoldoende concurrentie in de markt. Effectieve concurrentie dwingt aanbieders kostendalingen door te geven aan de afnemers. Bij voorkeur wordt de relatie gelegd tussen prijsveranderingen en de onderliggende kostenstructuur, maar juist die link is voor een mededingingsautoriteit vaak niet helder. Dan komen indicatoren in beeld die vooral kijken naar de aard van de prijsontwikkeling, zoals stabiliteit, eenmalige stijgingen en de frequentie van de aanpassing. Eenduidige conclusies over een lage *frequentie van prijsaanpassingen* vragen om een uitgebreide dataset. Een eenmalige forse *prijsstijging* kan duiden op een prijsafspraak.

Als er weinig verschil bestaat tussen prijzen van aanbieders en deze zich op dezelfde wijze ontwikkelen (*prijsverschillen*), kan er sprake zijn van mededingingsbeperkende afspraken. Tegelijkertijd kan dit duiden op stevige concurrentie waarbij de prijzen tenderen naar het niveau van de marginale kosten. Ook hier is een uitgebreide dataset nodig om eenduidige conclusies te kunnen trekken.

Een hoge *prijs ten opzichte van buitenlandse aanbieders* kan een indicatie zijn van prijsafspraken en een onvoldoende effectieve concurrentie op de nationale markt. Gezien het gebrek aan

prijsinformatie is hier gekeken naar de prijzen van buitenlandse aanbieders op de Nederlandse markt.

Het patroon van de marktaandelen (*aanbodontwikkeling*) kan een indicatie zijn voor afspraken: een stabiele verdeling van marktaandelen geldt in de literatuur als een 'marker' voor collusie (marktverdeling). Dit wil niet zeggen dat er sprake is van collusie, maar het patroon kan aanleiding zijn nader te onderzoeken wat de stabiliteit van de marktaandelen verklaart.

In een concurrerende markt neigen prijzen naar de marginale kosten. Hoge *marges* zijn daarom in beginsel een indicatie van onvoldoende effectieve concurrentie. Omdat er vele oorzaken zijn van margeontwikkelingen is deze indicator lastig te interpreteren.

Effectieve concurrentie richt zich niet alleen op prijs, maar ook op kwaliteit en dynamische aspecten van het marktproces zoals innovatie. Technologische vernieuwing kan een instrument zijn om concurrenten op langere termijn te verslaan. In sommige *high tech* sectoren is technologische ontwikkeling zelfs het concurrentiemiddel bij uitstek. Voor dit onderzoek is van belang dat de afwezigheid van innovatie een indicator kan zijn van onvoldoende effectieve concurrentie. Kennelijk ervaren marktdeelnemers onvoldoende concurrentiedruk om concurrenten via technologische ontwikkeling te bestrijden. De indicator is niet eenduidig. Sommige producten zitten aan het eind van de levenscyclus; innovatie speelt maar een kleine rol in dit type markten. Soms is heftige prijsconcurrentie juist de verklaring van een onderinvestering in innovatie. In deze markt ontbreekt het marktdeelnemers aan kapitaal voor de investering in innovatie. Alle inspanningen zijn gericht op het overleven van de concurrentieslag op korte termijn. De relatie tussen innovatie en de mate van concurrentie wordt in de literatuur daarom wel aangeduid als een omgekeerde U-vorm.

6.2 Prijsontwikkeling

6.2.1 Frequentie van prijsaanpassingen

Over de hoogte van de opslag boven de basisrente is amper informatie openbaar.[71] De informatie die er wel is, is niet gestructureerd en veelal gebaseerd op *expert-based* marktinschattingen. Er worden geen databases bijgehouden door onafhankelijke organisaties, zoals gebeurt voor andere financiële (krediet) producten, bijvoorbeeld hypotheekrentes. Zelfs tijdens de interviews waren partijen niet altijd bereid vrijuit over de prijsvorming te spreken – dit wordt gezien als bedrijfsvertrouwelijke en concurrentiegevoelige informatie. Op basis van de beschikbare gegevens kunnen dan ook geen conclusies worden getrokken over de frequentie van prijsaanpassingen.

6.2.2 Prijsstijging

Op basis van de gegevens die wel openbaar verkrijgbaar zijn, kan het volgende beeld worden geschetst. In de hoogtijdagen voor de kredietcrisis waren opslagen beneden de 100 basispunten

[71] In de basisrente zit over het algemeen weinig verschil tussen banken, informatie over de gehanteerde tarieven is veelal openbaar. Zie bijvoorbeeld De Nederlandsche Bank Statistieken, www.dnb.nl.

(bps) normaal (Peters & Wolters, 2010).[72] Eind 2008 zijn deze tarieven opgelopen tot 150-195 bps, waarbij nieuwe klanten nog eens 50 tot 100 bps meer betalen (PropertyNL, 2008). CBRE maakt in maart 2010 melding van een gelijksoortige bandbreedte van 150-300 bps (Peters & Wolters, 2010).

Daarnaast is voor veel bestaande vastgoedkredieten de prijs tussentijds, voor afloop van de looptijd, verhoogd. Dit gebeurt zowel op basis van het verslechteren van de financiële zekerheidspositie – bijvoorbeeld doordat de LTV over een maximale grens gaat na waardevermindering van het onderliggende onroerend goed – als op basis van de hogere liquiditeitsopslag die banken moeten betalen. De voorwaarden die financierverstrekker en – ontvanger bij aanvang van het krediet zijn aangegaan geven hier veelal de mogelijkheden toe.[73]

De aanbieder kan de prijs ook impliciet wijzigen aan de hand van de overige voorwaarden. Binnen de vastgoedsector zijn vooral de voorwaarden die aan de LTV worden gesteld van belang. Waar een LTV van 80 procent vrij normaal was tot en met midden 2007, liggen de voorwaarden voor de maximale LTV in 2009 eerder tussen 65 procent en 75 procent (Peters & Wolters, 2010). In combinatie met de gestegen prijs zet dit druk op de *business case* van vastgoedprojecten. Enerzijds stijgen de rentekosten, hoewel voor een kleiner deel van de totale investering omdat meer eigen vermogen moet worden ingebracht per euro krediet. Anderzijds gelden de rendementseisen van verschaffers van eigen vermogen voor een groter deel van de totale investering – en de eisen van die laatste groep zijn over het algemeen hoger dan de rente die kredietverschaffers rekenen. Dit betekent dat de inkomsten van een vastgoedproject, zoals huren, moeten opwegen tegen per saldo hogere rendementseisen van vermogensverschaffers.

De prijs voor vastgoedkrediet is sinds de crisis dus sterk gestegen, en wordt als hoog gepercipieerd, en de LTV-voorwaarden zijn verscherpt.[74] Om te bepalen of dit nadelige gevolgen heeft voor de mate van concurrentie of prijsafspraken mogelijk maakt, moet nader ingegaan worden op de achterliggende redenen.

Conjuncturele ontwikkeling

De kredietcrisis was in eerste instantie een crisis binnen de financiële sector. Toen bleek dat de hypotheekcrisis in Amerika, met name via securitisatie van hypotheekportefeuilles, impact had op andere financiële instelling zonder dat precies duidelijk was welke partijen (grote) risico's liepen, viel het vertrouwen tussen banken weg. Hierdoor stegen de funding-kosten explosief. Hoewel de markt ondertussen al enigszins gekalmeerd is, is het vertrouwen nog niet volledig teruggekeerd en liggen de funding-kosten voor banken op een hoger niveau dan voor de crisis.

Een tweede effect is gelegen in het gat dat de financiële crisis in de financiële positie van banken heeft geslagen. Een verslechterde liquiditeits- en solvabiliteitspositie leidt tot een verkleining van de basis om financiering te verstrekken en daarmee in de beschikbaarheid van krediet – ook wel *credit crunch* genoemd. Ook het aantal faillissementen in de financiële sector op mondiaal niveau

72 Honderd bps komt overeen met 1%.
73 In het bijzonder bij langjarige kredieten met een variabele rente.
74 De basisrente is overigens nog steeds historisch laag, waardoor per saldo alsnog een relatief lage rente resulteert. Dit laat onverlet dat de prijsontwikkeling van de opslagen als los element in de prijsstelling moet worden bezien.

en het terugtrekken van buitenlandse spelers uit niet-thuismarkten heeft hier aan bijgedragen. Dit betekent dat krediet als product schaarser wordt en de prijs (bij een gelijk risico) stijgt of er minder risico wordt geaccepteerd bij een gegeven renteniveau. Daar komt bij dat juist prijsvechters de markt verlaten (PropertyNL, 2008). Dit betekent dat vragers moeten uitwijken naar 'traditionele' aanbieders die een hogere prijs rekenen en een lagere leverage eisen. Het gevolg is een opwaartse druk op de prijs.

De crisis binnen de financiële wereld heeft tevens impact gehad op de reële economie. Voor de prijs voor vastgoedkrediet zijn twee aspecten in het bijzonder van belang. Ten eerste heeft de crisis de financiële positie van veel bedrijven en particulieren doen verslechteren, en in lijn daarmee het debiteurenrisico. Daarnaast heeft de onroerendgoedmarkt te lijden gehad onder de crisis. Dit heeft geleid tot een verlaagde waarde van onderpand en minder zekerheid over toekomstige waardestijgingen daarvan, alsook tot meer onzekerheid over het *cash-flow*-potentieel van onroerend goed als activiteit; beide hebben een risico- en dus prijsopdrijvend effect. Daarbij is ook van belang dat het gesternte van de vastgoedsector voorafgaande aan de crisis als uitzonderlijk positief werd gepercipieerd – door de combinatie van een algemene overvloed aan liquiditeit en het vertrouwen in continu stijgende vastgoedprijzen stonden kredietverstrekkers bij wijze van spreken in de rij.

Structurele en institutionele wijzigingen

In aanvulling op de conjuncturele ontwikkelingen kan ook gesteld worden dat de sector geconfronteerd is met een aantal meer structurele wijzigingen. Het heeft er alle schijn van dat de kredietcrisis heeft geleid tot een structureel gewijzigde risicoperceptie. De financiële sector blijkt minder schokbestendig dan gedacht en de overvloed aan liquiditeiten heeft het inprijzen van werkelijk risico's geruime tijd vertroebeld. De verwachting is dat de risicoacceptatie, en daarmee de prijs van risico, structureel is opgeschoven doordat reguleringseisen hier op inzetten.

Al voor de kredietcrisis is in internationaal verband een proces in gang gezet waarbij de liquiditeits- en solvabiliteitseisen worden aangescherpt. Dit is geoperationaliseerd met de invoering van Basel III.[75] De hogere kapitaalkosten als gevolg van de nieuwe *solvabiliteitseisen* worden mogelijk door banken doorberekend aan hun klanten. Tegelijkertijd daalt het risico van bankieren. Het netto-effect hiervan is vooraf moeilijk in te schatten, al verwacht president Wellink van DNB dat de twee effecten elkaar zullen opheffen en dat er dus geen rente-effect zal zijn (NRC, 2010). De contracyclische kapitaalbuffer, waarbij banken die activiteiten voeren in gebieden waar de kredietgroei bovenproportioneel is een extra buffer moet aanhouden, kan op dit vlak nog wel eens roet in het eten gooien. Omdat de kredietgroei in Nederland relatief hoog is geweest, zijn Nederlandse banken hier mogelijk relatief kwetsbaar voor.[76]

De verscherpte *liquiditeitsregels* zullen naar verwachting een prijsopdrijvend effect hebben. Hoewel verwacht wordt dat de regels pas in 2015 formeel zullen worden ingevoerd, vindt rapportage al eerder plaats en zullen banken mogelijk gaan inspelen op de naderende regels. Van specifiek belang voor de vastgoedfinancieringsector is dat securitisaties binnen Basel III op termijn niet meer meetellen als 'liquide activa'. Dit zal naar verwachting leiden tot een dalende vraag naar deze

75 Zie hoofdstuk 1 voor een uitgebreide verhandeling over de aangescherpte eisen onder Basel III.
76 Zie bijvoorbeeld (Horde & Zevenbergen, 2010).

funding-instrumenten en daarmee tot hogere *funding*-kosten. Van belang voor de precieze impact is in hoeverre alternatieven gevonden kunnen worden voor securitisaties als *funding*-instrument. Aangezien spaargeld in Nederland relatief schaars is – er wordt vooral gespaard in de vorm van pensioenen en verzekeringen – gaat een grotere aanspraak op spaargelden gepaard met hogere kosten.

Al met al kan geconcludeerd worden dat de prijs voor krediet voorafgaande aan de crisis, retrospectief bezien, als laag kan worden bestempeld.

Marktstructuur

Voor zover de prijsstijging niet wordt verklaard door bovenstaande ontwikkelingen, is het mogelijk dat de huidige markstructuur hier een rol speelt. Bij gebrek aan een consistente dataset met voldoende informatie over prijzen over de jaren heen is het echter niet mogelijk om dit effect te isoleren. Wel wijst een aantal structuurkenmerken op risico's. De markt is als geconcentreerd te beschouwen. Met het terugtrekken van veel buitenlandse en een aantal binnenlandse spelers, is de spoeling dunner geworden en de markt sterker geconcentreerd geraakt. Vragers van vastgoedfinanciering zien in essentie nog twee grote spelers met daaromheen een periferie van kleinere partijen. Eigenlijk alle partijen zijn de laatste jaren op de rem gaan staan, getuige de productieontwikkeling in Tabel 4. Er is amper over de prijs te onderhandelen, de opslag boven de basisrente wordt veelal als een gegeven gepresenteerd. Hier staat tegenover dat er voor de crisis juist sprake was van een vragersmarkt. De ontwikkeling van een vragers- naar een aanbiedersmarkt is dan ook (in ieder geval deels) een gevolg van de recente conjuncturele ontwikkelingen – al moet vermeld worden dat de markt al geruime tijd wordt gedomineerd door een drietal partijen. Ook geeft een deel van de geïnterviewde vragers aan expliciet een conjuncturele en risicogerelateerde achtergrond te zien in de recente prijsontwikkeling.

6.2.3 Prijsverschillen

Enerzijds wordt aangegeven dat er wel degelijk verschillen bestaan tussen Nederlandse aanbieders, waarbij bijvoorbeeld een partij als ABN, die marktaandeel wil veroveren, laag geprijsd is terwijl je van een partij als FGH de laagste liquiditeitsopslag zou verwachten omdat ze de beste rating hebben. Gedacht moet worden aan verschillen van 15 tot 40 bps. Anderzijds geven sommige partijen aan dat er juist weinig tot geen verschil is in prijzen.

Op basis van de beschikbare gegevens en de interviews zijn geen eenduidige conclusies te trekken over verschillen in prijzen tussen Nederlandse aanbieders, ook niet tussen bepaalde typen aanbieders.[77] Het lijkt er sterk op dat er in sommige delen van de markt sprake is van concurrentie die leidt tot verschillen in prijs, terwijl dit in andere delen van de markt niet het geval is. Later wordt verder ingegaan op afwijkende prijsvorming tussen segmenten.

[77] Zo ligt het bijvoorbeeld voor de hand om te kijken naar mogelijke prijsverschillen tussen 'grote' en 'kleine' aanbieders. Ook hierover is echter onvoldoende informatie beschikbaar.

6.3 Prijsverschil met buitenlandse banken

Buitenlandse banken die actief zijn in Nederland rekenen over het algemeen een lagere prijs, dat kan zo 75-100 bps schelen ten opzichte van Nederlandse banken.[78] Dit betreft veelal Duitse banken. De funding van Duitse partijen verschilt van die van Nederlandse aanbieders. Een veelgenoemde reden hiervoor is de financiering via Pfandbrieven. Onder andere doordat de uitgevende banken het risico zelf op de balans nemen en doordat er vrij strenge, gestandaardiseerd voorwaarden bestaan op gebied van bijvoorbeeld LTV, wordt voor deze instrumenten een lagere liquiditeitsopslag gerekend.[79] Door herfinanciering via Pfandbrieven kunnen banken goedkopere funding aantrekken voor leningen tot een leverage van ongeveer 50 procent. Door de strengere LTV-eisen over de volle breedte van de Nederlandse markt zijn Pfandbriefbanken aantrekkelijker geworden. Indien in Nederland mogelijkheden worden gevonden om bijvoorbeeld net als andere landen meer gebruik te maken van *covered bonds*, zoals Pfandbrieven, zou het kostenverschil mogelijk gereduceerd kunnen worden.[80]

Hoewel een bepalend element, is de lagere pricing in Duitsland niet alleen het gevolg van het Pfandbriefsysteem. De fundingmix van Nederlandse banken is anders dan voor Duitse banken. Dit komt ook door het verschil in de structuur van de kapitaalmarkt. Zo spaart men in Nederland veel (verplicht) via de pensioenopbouw. Hierdoor ontstaat in Nederland een mismatch van vraag (funding) en aanbod (spaargeld) van kapitaal. Dit is in Duitsland (maar ook in andere landen, zoals België) niet het geval, waar men het spaargeld voor een deel bij de bank wegzet. In Nederland speelt het verder mogelijk een rol dat er weinig spelers zijn. Als één bank in de problemen komt, heeft dit direct forse impact op de gehele financiële sector. Hierdoor is het systeemrisico hoger dan bijvoorbeeld in Duitsland waar meer spelers zijn, wat zich vertaalt in een hogere liquiditeitspremie voor bancaire funding.

Omdat er amper zicht is op prijsniveaus, en waar dat wel het geval is geen onderscheid in de onderdelen van de opslag boven de basisrente, is het niet mogelijk om de verschillen kwantitatief te duiden en analyseren.[81] Van belang is evenwel dat deze lagere rente niet voor iedereen toegankelijk is: voor financiering van binnenlands vastgoed zijn binnenlandse banken momenteel toch de meest aangewezen partij. Buitenlandse banken houden zich vooral bezig met financiering van partijen die vastgoed willen aanschaffen uit hun moederland.[82]

Hoewel de prijzen lager liggen, wordt verder aangegeven dat de loyaliteit van de buitenlandse banken geringer is. Nu er problemen zijn, met name bij herfinancieringen, geven deze partijen in mindere mate thuis om de problemen samen op te lossen. De nadruk ligt vaak op een *exit* strategie zonder compromissen.

---

78 Aangezien er al amper informatie te verkrijgen is over tarieven die in Nederland worden gerekend, laat staan over buitenlandse tarieven, is geen analyse gemaakt van prijzen in het buitenland. Het verschil met buitenlandse aanbieders is geanalyseerd op basis van tarieven die buitenlandse banken aan Nederlandse afnemers in rekening brengen.

79 Een belangrijk kenmerk van CMBS-instrumenten is juist dat zij van de balans van de bank worden gehaald en opgekocht worden door een SPV.

80 Banken stellen dat *covered bonds*, of pandbrieven, geen realistisch alternatief zijn gezien de beperkte Nederlandse markt hierin.

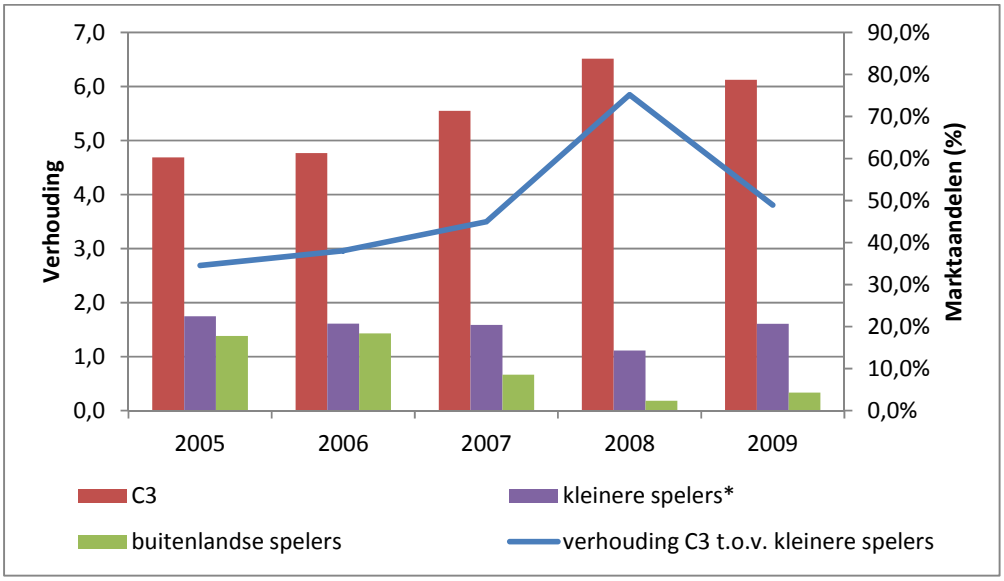
81 Volgens één van de interviewpartners verklaart het verschil in funding ongeveer 50 tot 60 bps van het verschil in prijs tussen Duitse en Nederlandse banken maar niet het gehele verschil van 75-100 bps.

82 Uitzonderingen daargelaten. Een concreet voorbeeld betreft grote bedrijven die dochters hebben in het buitenland en op die manier een internationaal netwerk van financiers kunnen aanspreken.

6.4 Aanbodontwikkeling

In hoofdstuk 4.3 is een gedetailleerd beeld geschetst van de aanbodontwikkeling in de vastgoedfinancieringsector. Vraag is of deze analyse een aanknopingspunt biedt voor conclusies over de indicator 'stabiliteit in de marktaandelen'. Op basis van de productiecijfers voor kredietverlening kan geconcludeerd worden dat de verdeling van marktaandelen in de laatste jaren juist een weinig stabiel verloop heeft gekend. De periode van ongekende groei, alsook de periode van forse terugloop, hebben verschillende verliezers en winnaars gekend, waarbij marktaandeel van hand tot hand is gegaan. Dit beeld wordt nog eens geïllustreerd in Figuur 5.

Figuur 5 Van groei naar krimp: een weinig stabiele verdeling van marktaandelen



Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op (PropertyNL, 2007, 2008, 2009, 2010); zie Box 3 voor een toelichting op (de beperkingen van) de weergegeven data; *spelers buiten de top3 die in alle jaren 2005-2009 actief waren

Hoewel de cijfers geen uitsluitsel geven, lijken er onvoldoende aanknopingspunten om hier, in termen van aanbodontwikkeling, risico's te identificeren. Merk op dat de grotere spelers een gestage, maar stabiele groei in marktaandeel vertonen, met een beperkte terugval in 2009. Dit kan wellicht een indicator zijn voor een tendens naar een geconcentreerde markt, maar dat is een *structuur*kenmerk. Dit hoofdstuk bespreekt *prestatie*indicatoren als onderdeel van het SGP-raamwerk. De conclusie op vlak van aanbodontwikkeling is dat er, gezien het gebrek aan stabiele marktaandelen, geen indicatie is voor problemen met betrekking tot de mate van concurrentie en de aannemelijkheid van collusie.

6.5 Financiële gegevens

Om een oordeel te vormen over de financiële resultaten van de vastgoedfinanciers, is gezocht naar de financiële cijfers. Het is hierbij van belang dat de cijfers betrekking hebben op alleen de vastgoedfinancieringsactiviteiten en daarbinnen – zeker voor de buitenlandse banken – op de activiteiten in de Nederlandse markt. Tabel 14 geeft de resultaten weer.

Tabel 14 Beschikbaarheid van financiële data van vastgoedfinanciers in Nederland

Bank	Financiële cijfers vastgoed in NL beschikbaar?	Beschikbare jaren
ING REF	Ja	2004-2009
FGH Bank	Ja	2001-2009
NIBC vastgoed	Nee (alleen voor bredere activiteiten)	
SNS PF	Nee	
ABN AMRO REAL ESTATE	Nee	
Berlin Hypo	Nee (alleen obv Duitse moederbank)	
Deutsche Hypo	Nee	
Syntrus Achmea Vastgoed	Ja	2002-2008
van Lanschot Bankiers	Nee (alleen voor bredere activiteiten)	
Pfandbriefbank	Nee	
Aareal property service BV	Ja	1997-2007
Fortis REF NL	Nee (alleen voor bredere activiteiten)	
Euro Hypo	Nee	
HSH REAL ESTATE AG	Nee (alleen obv Duitse moederbank)	
WestImmo	Nee	
Bank voor de Bouwnijverheid	Nee	
HBOS	Nee (alleen obv Engelse moederbank)	
Landsbanki	Nee (alleen obv IJslandse moederbank)	
KBC Bank	Nee	
Lips Finance	Nee	
Friesland Bank	Nee (alleen voor bredere activiteiten)	
Essen Hyp	Nee	

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van Amadeus, Bureau van Dijk; wanneer er data beschikbaar is van een vastgoedfinancier in Nederland, zijn de beschikbare jaren weergegeven; van sommige banken waren geen gegevens beschikbaar of zij waren niet opgenomen in de Amadeus-database; de andere banken zonder data zijn buitenlandse banken die weliswaar actief zijn in Nederland maar waarvan het niet mogelijk is de Nederlandse cijfers uit de cijfers van de moederbank te destilleren

De dataset is te beperkt om conclusies te trekken over winstmarges, operationele (kosten)ratio's gericht op het meten van effectiviteit, of innovatiemaatstaven.

6.6 Innovatie

De mate van innovatie in een sector kan kwantitatief worden ingeschat op basis van kentallen, zoals het percentage omzet uit nieuwe producten en diensten of de hoogte van uitgaven aan R&D in een markt ten opzichte van de opbrengsten. In de vorige paragraaf is geconcludeerd dat het inzicht in de financiële resultaten van de sector onvoldoende is om hier conclusies op te baseren. Dit geldt dus ook voor kwantificering van de mate van innovatie.

In de interviews kwam tot uiting dat innovatie geen grote rol speelt in de sector. In het verleden is meegelift op innovaties in het bredere speelveld van de financiële sector, met het vrijmaken van financieringsruimte via CMBS als een van de bepalende voorbeelden. Maar *stand-alone* lijkt de sector eerder conservatief dan vernieuwend. Hoewel de roep om liquiditeiten vanuit de markt voldoende groot is, lijkt men na een crisis met forse gevolgen nu ook geen prioriteit te willen geven aan innovatie. Verwacht mag worden dat zowel de sterke concentratie als de veranderde risicoperceptie hier een rol spelen.

6.7 Conclusie

Tabel 15 vat de conclusies van dit hoofdstuk samen. Per indicator wordt steeds aangegeven of er voldoende kwantitatieve en/of kwalitatieve informatie beschikbaar is om eenduidige conclusies te trekken over de onderzoeksvraag. Vervolgens wordt aangegeven of de indicator een risico identificeert voor de aannemelijkheid van collusie of de mate van concurrentie in de vastgoedfinancieringsector. In hoofdstuk 1 volgen de overkoepelende conclusies.

Tabel 15 Conclusies per gedrag-indicator

Indicator	**Conclusie indicator**	**Beschikbare informatie**		**Risico op vlak van**	
		Kwantitatief	*Kwalitatief*	*Mate van concurrentie*	*Collusie*
Prijsontwikkeling					
Frequentie van-aanpassingen	Onvoldoende info voor eenduidig oordeel	0	0	Geen oordeel	
prijsstijging	Prijsstijging geïdentificeerd Gebrek aan data maakt eenduidige conclusies onmogelijk Verwachting is dat de conjunctuur en regulering een belangrijke rol spelen	0	+	**Mogelijk**	**Mogelijk**
prijsverschillen	Onvoldoende info voor eenduidig oordeel	0	0	Geen oordeel	
Hoge prijs t.o.v. buitenland	Kwalitatieve aanwijzingen voor hogere prijzen Gebrek aan data maakt eenduidige conclusies onmogelijk Kwalitatieve analyse wijst in ieder geval ook op onderliggende redenen los van mededingingsrisico's	0	0/+	**Mogelijk**	**Mogelijk**
Stabiliteit aanbodontwikkeling	Verwachting van voldoende volatiliteit	+	+	**Nee**	**Nee**
Hoge (winst)marge	Onvoldoende info voor eenduidig oordeel	0	0	Geen oordeel	
Innovatie	De sector is eerder conservatief dan vernieuwend	0	0/+	**Mogelijk**	**Mogelijk**

Bron: SEO Economisch Onderzoek; Legenda beschikbare informatie: 0 = onvoldoende info beschikbaar voor eenduidige conclusie, ++ = voldoende info beschikbaar

7 Segmentering

In de voorgaande hoofdstukken is de vastgoedfinancieringsector als geheel geanalyseerd. Het is mogelijk dat bepaalde segmenten binnen de sector grotere risico's kennen op het gebied van concentratie en collusie dan andere segmenten.[83] Dit hoofdstuk bespreekt segmenten waar mogelijk additionele risico's spelen.[84]

7.1 Herfinanciering

De productie van kredieten in de vastgoedsector kan onderverdeeld worden in nieuwe kredieten en aflopende kredieten die geherfinancierd worden. Bij die laatste categorie hebben zowel kredietnemer als –gever voorafgaand aan het herfinancieringsmoment in beginsel de keuze om wederom in zee te gaan met de andere partij of er voor te kiezen de relatie te beëindigen. De kredietnemer onderzoekt of er andere partijen zijn die een gunstigere aanbieding kunnen doen en de kredietgever bepaalt of het risico-rendement-profiel van het krediet nog steeds aantrekkelijk genoeg is. Een belangrijk verschil met nieuwe kredieten is dat er reeds sprake is van een relatie en mogelijk van afhankelijkheid van de ene op de andere partij. Indien de afnemer sterk afhankelijk is van de aanbieder, bijvoorbeeld omdat er geen alternatieve aanbieders zijn die het krediet willen overnemen, kan dit implicaties hebben voor de mededingingsrechtelijke risico's.

De komende jaren loopt een groot aantal kredieten af. Belangrijke reden hiervoor is de hausse aan financieringen voorafgaande aan de crisis. Doordat partijen tijdens de crisis hebben gekozen om kort te verlengen, om zo gebruik te maken van de lage korte rente, is dit probleem verergerd. CBRE schat in dat van de € 960 miljard aan uitstaande commercieel vastgoedkredieten in Europa per einde 2010, meer dan de helft afloopt in de jaren 2011-2013 (Giostra, 2010). Cijfers voor Nederland zijn niet beschikbaar, maar in de interviews wordt een dergelijk beeld ook voor de Nederlandse sector geschetst.

In hoofdstuk 4.4.3 is geconcludeerd dat de mogelijkheden om over te stappen naar een andere aanbieder, vooral als gevolg van de gewijzigde risicoperceptie bij banken en de gedaalde waarde van het onderpand, drastisch beperkt zijn en dat aanbieder en afnemer bij herfinanciering op elkaar zijn aangewezen. Alle interviewpartners bevestigen deze situatie van 'wederzijdse gijzeling'. Banken zijn er niet bij gebaat de stekker uit kredieten te trekken, dit zou leiden tot forse afboekingen. Anderzijds is dit ook het laatste wat de kredietnemer wil, omdat dit onherroepelijk het einde van projecten zou beteken. In tegenstelling tot de Angelsaksische landen heerst er in Nederland een '*extend&pretend*' attitude. Leningen worden veelal niet geherstructureerd of afgewaardeerd maar de problemen worden voor zover als mogelijk vooruit geschoven. Dit betekent ook dat herfinancieringen de hoogste prioriteit hebben voor financiers. Nieuwe

83 Om inzicht te krijgen in de grootte van de segmenten, i.c. de impact van de risico's, is een uitvraag uitgezet onder aanbieders en adviesbureaus. De respons hierop was onvoldoende groot om kwantitatieve conclusies te trekken. Zie hoofdstuk 1.3.

84 Vermeld zij dat er amper sprake is van nichespelers. Bijna alle financiers bedienen alle segmenten en klanttypen.

financieringen die financieel aantrekkelijk zijn voor alle partijen vinden daardoor niet altijd doorgang.

In het spel tussen kredietverschaffer en -afnemer lijken de banken het stevigst aan het roer te zitten. Alle mogelijkheden om voorwaarden aan te scherpen worden gebruikt (liquiditeitsprovisie, verlengingsprovisie, leegstandprovisie, LTV-eisen, aflossingsschema, et cetera), zolang dit er niet toe leidt dat de kredietafnemer in default raakt of het krediet niet kan worden verlengd. Over het algemeen wordt gesteld dat onderhandelen over de prijs op dit moment nagenoeg onmogelijk is. De geschetste problemen gelden in versterkte mate voor syndicaatleningen, die hieronder worden besproken.

7.2 Syndicaatleningen

In hoofdstuk 4.2.2 is reeds vastgesteld dat syndicaatleningen collusie vergemakkelijken en dat deze vorm van financieren met name voor grote kredieten een prominente rol speelt.

Een groot deel van de interviewpartners geeft aan dat syndicaatleningen (en eigenlijk grote kredieten in algemene zin) op dit moment moeilijk zijn. Het aantal is afgenomen, alsook de omvang per lening. Tegelijkertijd geeft een beperkt aantal interviewpartners aan dat syndicaatleningen nog wel mogelijk zijn. Dit lijkt vooral te gelden voor de kwalitatieve kredieten in termen van risico en onderpand. Ook op dit punt ontbreken verdere concrete gegevens.

Deze ontwikkeling biedt in het bijzonder uitdagingen voor syndicaatleningen waarvan de looptijd binnen afzienbare tijd teneinde komt en voor welke er dus een herfinancieringsvraagstuk ligt. Gegeven het beperkt aantal grote aanbieders, en de afgenomen bereidheid om een syndicaat met veel kleine partijen tot stand te brengen, zijn er eigenlijk geen mogelijkheden om naar een andere (groep) aanbieder(s) te gaan voor een syndicaatlening. De grote aanbieders in een bestaand syndicaat kunnen een nieuwe configuratie in het kader van een herfinanciering blokkeren omdat de afnemer uiteindelijk toch afhankelijk is van (een deel van) het oude syndicaat. De syndicaatsloketten van banken hebben goed zicht op wat er in de markt gebeurt, wie waar mee bezig is, en waar sprake is van *appetite*. Nieuws over shoppers is snel bekend, wat een lock-in creëert. Het is daardoor amper mogelijk om te onderhandelen over prijs en andere voorwaarden.

Banken zijn veeleisender geworden en strategieën kunnen nogal eens verschillen. Het is daardoor moeilijker geworden om banken op een lijn te krijgen voor een syndicaatlening. Dit resulteert er in dat de voorwaarden al snel een combinatie zijn van de minst gunstige voorwaarden van het set aan participerende banken.

Vanwege de korte lijnen tussen partijen wordt de buitenlandse markt niet als alternatief bestempeld. Op basis van bestaande relaties kan de vragende partij wel (kleinere) buitenlandse partijen betrekken, maar dit is eerder uitzondering dan regel.

Vraag is wat deze kenmerken van syndicaatleningen betekenen voor de marktwerking in de vastgoedfinanciering. Is er ondanks het oligopolie van syndicaten sprake van Bertrand en dus effectieve concurrentie? Dit lijkt niet het geval te zijn. De institutionele belemmeringen

besproken in dit rapport zorgen voor capaciteitsbeperkingen, een klassiek geval waarin de Bertrand paradox niet opgaat. Rantsoenering van het aanbod geeft aanbieders grip op de markt en zorgt ook in het model van Bertrand concurrentie voor hogere prijzen, hoger dan het geval zou zijn in een markt met effectieve concurrentie tussen aanbieders. Daar komt bij dat het op basis van de bevindingen over de andere indicatoren – met name concentratie, prijsvorming en de transparantie onder aanbieders op basis van de syndicaatsloketten – aannemelijk is dat syndicaten niet op prijs concurreren maar eerder op hoeveelheid. Zo blijkt uit de interviews dat er nauwelijks over de prijzen wordt onderhandeld; daar is geen sprake van marktdynamiek. Wel kennen de partijen elkaars marktpositie en klanten en gaat er dus meer aandacht uit naar de hoeveelheid financiering die via de verschillende syndicaten wordt aangeboden. Er zou dan sprake zijn van Cournot concurrentie – concurrentie via hoeveelheidaanpassing. Deze concurrentiemodaliteit leidt volgens de economische theorie tot hogere prijzen en een kleiner volume dan sociaal gezien optimaal is – oftewel tot een markt met onvolkomen concurrentie. [85]

In het verlengde van deze conclusie ligt de mogelijkheid dat er taciete (stilzwijgende) collusie optreedt tussen het beperkt aantal syndicaatscombinaties. Er zijn geen concrete signalen dat dit plaatsvindt, maar de structuur van de markt voor syndicaatleningen heeft kenmerken die wijzen op een mogelijk risico. Kort gezegd: syndicaatleningen voldoen aan de voorwaarden van een markt waarop volgens de economische theorie taciete collusie kan plaatsvinden. De markt is redelijk geconcentreerd, syndicaten hebben goed zicht op de bewegingen van de concurrentie; informatie die voor vragers juist verborgen blijft. Bovendien vindt prijsvorming inherent plaats door onderhandelingen tussen aanbieders, een proces dat niet per definitie transparant is. Een klassiek geval van *price secrecy* dat in de literatuur geldt als een voorwaarde voor taciete collusie. Dit sluit aan bij de conclusie over de toepasselijkheid van het Cournot model op de markt van syndicaatleningen. Concurrentie vindt primair plaats in termen van capaciteit. Dit is een factor die wel kan worden waargenomen door marktpartijen en volgens de theorie kan functioneren als een 'marker' waarmee partijen in de markt voor syndicaatleningen op impliciete wijze hun activiteiten kunnen afstemmen. Met andere woorden, de marktstructuur duidt op risico's voor het bestaan van taciete collusie.

7.3 Overige deelsegmenten

Hoewel de sector op vele andere manieren kan worden onderverdeeld blijken er voor de meeste van deze deelsegmenten weinig aanwijzingen te bestaan voor afwijkende mededingingsrisico's. Een drietal deelsegmenten dat vaker werd benoemd tijdens de interviews, wordt hier kort besproken.

---

[85] Cournot concurrentie geldt in de literatuur als tegenhanger van Bertrand concurrentie. Kenmerk van Cournot concurrentie is dat marktdeelnemers concurreren via hoeveelheidsaanpassing. Marktpartijen kiezen in dit model hun capaciteit, gegeven hun verwachtingen over het aanbod van concurrenten. Vaak wordt Cournot concurrentie toegepast in een model met twee stadia: het eerste stadium analyseert de hoeveelheidsaanpassing, waarna in het tweede stadium alsnog de prijzen door de marktdeelnemers worden bepaald. Reden van deze dynamische extensie is dat het ook theoretisch niet waarschijnlijk is dat marktpartijen de prijs als gegeven beschouwen. Het theoretische resultaat van Cournot concurrentie is een marktevenwicht met prijzen en hoeveelheden die afwijken van het sociaal optimum. Prijzen liggen bijvoorbeeld boven marginale kosten en afgezette volumes zijn te laag. Zie bijvoorbeeld (Tirole, 1988).

Levensfase

In termen van levensfase heeft voor ontwikkelingsfinanciering het moeilijk. Deze markt lijkt voor een groot deel te zijn stilgevallen, zelf indien risico's in latere fases zijn ingeperkt door bijvoorbeeld een minimaal percentage voorverkocht/verhuurd te eisen. Ten opzichte van beleggingsfinanciering vormt dit soort financiering een relatief hoog risico.

Type onroerend goed

Financieringen op grond (posities) worden afgebouwd. Het woningsegment is heel stabiel waardoor het risico hier lager is en financiering nog steeds mogelijk. Kantoren zijn op dit moment zeer lastig te financieren door de hoge leegstand (slecht *cash flow*-potentieel) en het hoge risico. Wel is er binnen het kantorensegment sprake van een groot verschil tussen locatie A en locatie B-panden.

Kwaliteit

Na herfinanciering versus nieuwe kredieten, lijkt 'kwaliteit' op dit moment de belangrijkste tweedeling in de markt te leggen. Voor kredieten met een hoge kwaliteit zijn vaak nog voldoende partijen in de markt, terwijl kredieten met een lage kwaliteit over de volle breedte aanlopen tegen de aanbodrestricties. Nieuwe, risicovolle(re) kredieten worden amper nog aangegaan. Probleem is dat de interpretatie van 'hoge kwaliteit' niet transparant is.

8 Marktwerking en mededingingsrisico's

Op basis van de analyse van de indicatoren in het SGP-model kan een beeld worden gevormd van de mededingingssituatie in de vastgoedfinancieringsector. Bij gebrek aan kwantitatieve gegevens volgt eerst een kwalitatieve beschouwing, onderverdeeld in structuur enerzijds en gedrag en prestatie anderzijds. De laatste paragraaf van dit hoofdstuk vertaalt deze beschouwing naar een concreet inzicht in de mate van concurrentie en de aannemelijkheid van collusie.

8.1 Structuur

Een verregaande kwantitatieve onderbouwing van de bedrijfstakstructuur is niet mogelijk. Er zijn weinig cijfers, en de cijfers die er zijn hebben beperkingen (zie Box 3). Marktaandelen zijn gebaseerd op jaarlijkse productiecijfers en niet op het totaal aan uitstaande kredieten, informatie hierover ontbreekt. Toch bieden die cijfers over de productie voldoende aanknopingspunten voor analyse, mede doordat de ze het overgrote deel van de markt afdekken.

De sector wordt gedomineerd door een beperkt aantal spelers. In termen van productie bedraagt de C4 bijna 85% in 2009. Het is niet verbazingwekkend dat de rol van de grootste spelers tijdens de crisis verstevigd is ten koste van de kleinere spelers: spelers voor wie vastgoedfinanciering een nevenactiviteit betreft zullen deze in tijden van crisis eerder afbouwen, en buitenlandse aanbieders hebben hun schaarser geworden middelen primair gericht op de thuismarkt. Maar ook voor de crisis was er sprake van stijgende concentratie en lag deze ratio al op ruim 70%. De HHI bedraagt gemiddeld 2132 over de periode 2005-2009. Er is sprake van een geconcentreerde markt.

De mate waarin aanbieders met een groot marktaandeel in staat zijn eventuele marktmacht te misbruiken, hangt onder andere af van de druk van kleinere zittende spelers (*competitive fringe*), en de positie van potentiële toetreders. Tabel 16 geeft het concurrentiespeelveld weer. Om een *competitive fringe* te vormen is het vooral van belang "of de kleinere spelers de potentie hebben groot te worden en een substantieel deel van de markt van de dominante aanbieders over te nemen. Zo ja, dan oefent de *competitive fringe* potentieel effectieve concurrentiedruk uit" (Boot & Schinkel, 2007). De kleinere spelers, die gedurende langere tijd in de markt aanwezig zijn, hebben weliswaar samen een niet verwaarloosbaar aandeel, maar dit aandeel is vrij constant over de jaren. De beschikbare cijfers laten zien dat er eigenlijk maar één partij is die in de jaren 2005-2009 een marktaandeel heeft dat druk impliceert op de grote drie spelers (NIBC). Daarbij zij vermeld dat deze partij in termen van totaal uitstaande kredieten nog ver achterblijft bij de grotere partijen. Ten slotte wordt de combinatie ABN/Fortis gezien als een constante factor, ondanks dat ABN een tijdje minder prominent aanwezig was. Deze partij schuift vermoedelijk op richting de top-3. De top wordt hier niet breder van, doordat SNS RF haar activiteiten sterk reduceert. Op basis van de periode 2005-2009, en de recente ontwikkelingen, kan gesteld worden dat er slechts in beperkte mate een *competitive fringe* bestaat.

Er is toetreding tot de Nederlandse markt door buitenlandse partijen. Deze partijen komen en gaan in het ritme van de conjunctuur. Dit betekent dat zij zeker een functie hebben in het uitoefenen van prijsdruk, wat ook als zodanig wordt gepercipieerd door de sector, maar dat de mate waarin deze functie wordt uitgeoefend – en dus de contesteerbaarheid van de sector – afhangt van de conjunctuur. Een gebrek aan kennis over de lokale markt wordt thans algemeen aangemerkt als een toetredingsdrempel voor buitenlandse spelers, maar in hoeverre dit een (tijdelijk) conjunctureel geluid is, is nog niet te bepalen. Daarnaast is er nu vooral aandacht voor de thuismarkt, mede met het oog op ontvangen staatssteun.

Tabel 16 Concurrentiespeelveld

Speler	2005	2006	2007	2008	2009
Top-3	60%	61%	71%	84%	79%
Kleinere spelers 2005-2009	22%	21%	20%	14%	21%
Overige spelers	18%	18%	9%	2%	0%
Buitenlandse spelers	18%	18%	9%	2%	4%

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op (PropertyNL, 2007, 2008, 2009, 2010); zie Box 3 voor een toelichting op (de beperkingen van) de weergegeven data

De aangeboden producten zijn in beginsel transparant en homogeen: er wordt krediet verstrekt op basis van onderpand. Over dit krediet wordt rente betaald en uiteindelijk moet het gehele krediet worden terugbetaald. Doordat het risico sterk verschilt, is er echter wel sprake van maatwerk. Van belang is dat risico's (meestal) niet openbaar of waarneembaar zijn en dat het prijzen van risico complex is. Dit leidt tot een lagere transparantie van feitelijke prijzen.

Vermoedelijk is de markt voor aanbieders transparanter dan voor vragers. Aanbieders zijn goed op de hoogte van wat er gebeurt bij de concurrenten. Dit is logisch in een markt met betrekkelijk weinig spelers en een hoog ons-kent-ons gehalte.

Er zijn veel vragers in allerlei vormen. Een groot deel hiervan neemt, per speler, een relatief beperkte kredietomvang af (particuliere, directe beleggers) en een klein deel een grote omvang (institutionele partijen). Vragers kunnen zich slechts in beperkte mate tot substituten wenden. Een analyse van mogelijke substituten laat zien dat deze (tijdelijk) niet worden aangeboden of, voor zover dit wel het geval is, slechts in beperkte mate of voor een beperkt deel van de markt een substituut vormen.

De recente conjuncturele ontwikkelingen hebben gezorgd voor een verschuiving van een vragers- naar een aanbiedersmarkt. Aanbieders hanteren daarbij aanbodrestricties, zoals in de breedte werd aangegeven tijdens de interviews. Verwacht mag worden dat het aanbod structureel, of in ieder geval voor een langere periode, gewijzigd is als gevolg van de veranderde risicoperceptie en de aangescherpte regelgeving. In hoeverre dit op termijn weer zal neerslaan in de prijs of dat er een voortdurende situatie van aanbodrestrictie zal worden gehanteerd, is niet te beoordelen op basis van dit onderzoek. Door de aanbodrestricties en het gebrek aan alternatieven is het niet moeilijk vragers te vinden voor beschikbare kredieten. Er is sprake van een lage prijselasticiteit.

De komende jaren loopt een groot deel van de uitstaande kredieten af. In combinatie met de verslechterde kwaliteit van het onderpand beperkt het opdrogen van de markt de

overstapmogelijkheden voor afnemers bij deze herfinancieringen. Er is sprake van een wederzijdse afhankelijkheid, waarbij aanbieders over het algemeen in sterke mate dicterend zijn in de heronderhandeling over condities, inclusief de prijs.

Er wordt amper gebruik gemaakt van tussenpersonen. Hoewel wordt aangegeven dat dit is omdat vragers van mening zijn dat ze over voldoende specialistische vastgoed- en financiële kennis beschikken, strookt dit niet met de intransparantie die bestaat ten aanzien van de prijsvorming. Hier zouden tussenpersonen mogelijk een rol kunnen spelen om de scheve informatieverhouding en transactiekosten te verkleinen.

8.2 Gedrag en Prestatie

De prijsvorming, met name de liquiditeitsopslag, is intransparant en wordt als complex gepercipieerd. Enerzijds werkt dit collusie tegen: het is lastig voor de partijen die prijsafspraken zouden willen maken om de afspraken te monitoren en af te dwingen. Anderzijds belemmert het vragers om te beoordelen wat een 'goede' prijs is, en op die manier *countervailing power* uit te oefenen. Met de beperking van het aantal spelers zijn er bovendien minder mogelijkheden om prijzen te vergelijken tussen aanbieders.

Dat er sprake is van een aanbiedersmarkt met aanbodrestricties, betekent niet dat de markt volledig is opgedroogd noch dat er middels de kaasschaafmethodiek proportioneel wordt beperkt op het aanbod. Minder spelers, en per speler een lagere beschikbaarheid van liquiditeiten, heeft tot gevolg dat er meer aan '*cherry' picking* gedaan wordt. Dit is ook het beeld dat uit de interviews naar voren komt. De eerste prioriteit ligt bij het kunnen verlengen van herfinancieringen, om te voorkomen dat verliezen moeten worden genomen. Bij kredieten van slechte kwaliteit, in termen van risico en onderliggend onderpand, worden de voorwaarden aangescherpt. Binnen de kaders van het kunnen verlengen van herfinancieringen, zijn 'goede' projecten – ook nieuwe – nog steeds mogelijk, waarbij 'goed' vooral betrekking heeft op de kwaliteit en (zekerheid van) *cash flow* potentieel van het onderliggende onderpand. Overigens wordt ontwikkelingsfinanciering in den brede als een hoog risico gezien, wat betekent dat dit deel van de markt wel grotendeels stil ligt. Figuur 6 vat de conclusies samen.

Figuur 6 Algemeen beeld over beschikbaarstelling van liquiditeiten

	Herfinanciering	**Nieuwe financiering**
Hoge kwaliteit (in termen van risico en onderliggend onderpand)	Eerste prioriteit in toewijzing liquiditeiten *Liquiditeit over?*	Derde prioriteit, toewijzing afhankelijk van liquiditeiten
Lage kwaliteit (in termen van risico en onderliggend onderpand)	*Liquiditeit over?* Tweede prioriteit, toewijzing afhankelijk van liquiditeiten	Amper tot geen toewijzing van liquiditeiten

Bron: SEO Economisch Onderzoek

De figuur illustreert tevens de ruimte die aanbieders hebben om bij herfinanciering, met name waar de kwaliteit laag is, strenge eisen op te leggen: indien afnemers van financiering niet akkoord gaan met de voorwaarden die voor herfinanciering geboden worden, verschuiven ze van linksonder naar rechtsonder in de tabel en komen ze in het minst aantrekkelijke

financieringsegment terecht. Anders gezegd: door de schaarste van liquiditeit zijn de overstapmogelijkheden voor afnemers bij herfinanciering beperkt. Aanbieders zijn zich hiervan bewust, wat begrijpelijkerwijs een rol speelt bij de onderhandeling.

Dit betekent niet dat alle interessante projecten nog steeds worden gefinancierd. Aantrekkelijkheid van vastgoedprojecten wordt bepaald door de 'hefboom' van prijs en rente, gegeven het risicoprofiel. Voor winkels en kantoren zijn aanschafprijzen laag, en ook de prijs van krediet is – ondanks de hoge opslagen – historisch nog steeds laag te noemen. Puur economisch zijn sommige projecten ook nu nog interessant, maar ze worden niet allemaal opgepakt – dit geldt bijvoorbeeld voor woningen. Dit duidt echter eerder op de problematiek van een *credit crunch* dan op een mededingingsprobleem. Banken rantsoeneren (specifieke vormen van) krediet als reactie op de gestegen risico's en de aangescherpte regulering voor de financiële sector. Het gevolg is mede een voorkeur voor herfinanciering boven nieuwe financieringen.

Het lijdt geen twijfel dat de prijs van vastgoedkrediet de laatste jaren fors is gestegen. Dit geldt zowel voor nieuwe kredieten als voor herfinanciering. Daarnaast zijn ook de overige voorwaarden, met name de LTV-eisen, verscherpt. De geluiden uit de markt geven aan dat de grenzen van het mogelijke hierin door aanbieders worden opgezocht, maar wel altijd met het oog op het belang herfinancieringen zo veel als mogelijk door te kunnen rollen. Er lijkt amper tot geen onderhandeling mogelijk over prijzen, zij worden gepercipieerd als een gegeven; de ruimte die er is, ligt eerder op leningsvoorwaarden zoals aflossingsschema's.

Banken passen ook de prijs van bestaande kredieten tussentijds aan, met name met het oog op gestegen liquiditeitsopslagen op de eigen funding. Een dergelijke ontwikkeling zou bij een zuivere matching van looptijden (lang financieren met lang) niet noodzakelijk hoeven neerslaan bij lopende kredieten. Hoewel dit gebeurt binnen de voorwaarden die vragers en aanbieders van krediet bij aanvang met elkaar zijn aangegaan, is dit een verdere aanwijzing voor een aanbiedersmarkt.

De vraag is of de gestegen prijs een schaarstepremie reflecteert of een monopoliepremie. Dit onderzoek concludeert dat de conjuncturele en institutionele ontwikkelingen vooral de nadruk leggen op de schaarstepremie als verklaring. Er is minder krediet omdat de meeste kredietverschaffers aan het herstructureren zijn, de risicoperceptie is gewijzigd en het onderliggende onderpand in waarde is gedaald en de vooruitzichten op de vastgoedmarkt niet florissant zijn. Iedere aanbieder kan dan individueel een hoge prijs zetten, wetende dat hij zich daarmee niet uit de markt prijst. Daarmee kan het bestaan van een monopoliepremie echter nog niet verworpen worden. De informatie is onvoldoende om hierover een harde conclusie te trekken.

Buitenlandse (i.c. Duitse) aanbieders zijn veelal substantieel goedkoper dan Nederlandse aanbieders. Hier liggen deels structuurverschillen aan ten grondslag, met name op vlak van de funding. Doordat vaak geen onderscheid wordt gemaakt tussen de verschillende onderdelen van de prijs, ontbreekt het (vragers) aan inzicht over de onderbouwing van deze verschillen. Een oordeel over de vraag in hoeverre dit ook daadwerkelijk gebaseerd is op structuurverschillen is niet mogelijk.

Uit de interviews volgt geen eenduidig beeld over het al dan niet bestaan van prijsverschillen tussen Nederlandse aanbieders. Een gebrek aan prijsverschillen zou kunnen duiden op een lage concurrentiegraad, maar kan ook wijzen op sterk vergelijkbare bronnen en modellen voor funding en risicoinschattingen.

8.3 Risico's op vlak van concurrentie en kartelvorming

Hoewel er op diverse manieren is getracht kwantitatief inzicht in de indicatoren te krijgen, blijkt uit de informatie over beschikbare informatie per indicator in Tabel 17 dat er nog veel te winnen is op dit vlak. Dit onderzoek bevestigt de algemene perceptie dat de sector intransparant is. Door het gebrek aan kwantitatieve gegevens ligt de nadruk van dit onderzoek op het schetsen van kwalitatieve signalen over mogelijke mededingingsrechtelijke risico's.[86] Op basis van het SGP-model wordt in Tabel 17 per indicator verder weergegeven of deze een risico identificeert voor de aannemelijkheid van collusie of de mate van concurrentie in de vastgoedfinancieringsector.

[86] Merk op dat voor een substantieel deel van de indicatoren onvoldoende informatie beschikbaar is om eenduidige conclusies te trekken.

Tabel 17 Conclusies per indicator: risico's voor mate van concurrentie en collusievorming

Indicator	Beschikbare informatie		Risico op vlak van	
	Kwantitatief	*Kwalitatief*	*Mate van concurrentie*	*Collusie*
Concentratie	+/++	++	**Ja**	**Ja**
Overstapmogelijkheden	0	+	**Ja**	**Ja**
Syndicaatleningen	0/+	+	**Ja**	**Ja**
Substituten	0	+	**Mogelijk**	**Mogelijk**
Toe/uittreding	+	+/++	**Mogelijk**	**Mogelijk**
Toe/uittredingsdrempels	0	+	**Mogelijk**	**Mogelijk**
Prijselasticiteit	0	+	**Mogelijk**	**Mogelijk**
Organisatiegraad	0/+	+	*	**Mogelijk**
Prijsstijging	0	+	**Mogelijk**	**Mogelijk**
Hoge prijs t.o.v. buitenland	0	0/+	**Mogelijk**	**Mogelijk**
Innovatie	0	0/+	**Mogelijk**	**Mogelijk**
Productdifferentiatie	0	+	**Mogelijk**	**Nee**
(Prijs)transparantie	0	+	**Mogelijk**	**Nee**
Internationale concurrentie	+	+/++	**Nee**	**Nee**
Volatiliteit in vraag	0	+	**Nee**	**Nee**
Kennisachterstand vragers	0	0/+	**Nee**	**Nee**
Rol tussenpersonen	0	+	**Nee**	**Nee**
Stabiliteit aanbodontwikkeling	+	+	**Nee**	**Nee**
Countervailing power	0	0/+	Geen oordeel	
Switching rate	0	0/+	Geen oordeel	
Overstapkosten	0	0	Geen oordeel	
Prijsdiscriminatie	0	0/+	Geen oordeel	
Productkoppeling	0	0	Geen oordeel	
Frequentie van prijsaanpassingen	0	0	Geen oordeel	
Prijsverschillen	0	0	Geen oordeel	
Hoge (winst)marge	0	0	Geen oordeel	

Bron: SEO Economisch Onderzoek; *effect van indicator op mate van concurrentie niet eenduidig

De eerste indicator die 'op rood' staat – en de enige waaraan een kwantitatieve onderbouwing ten grondslag ligt – is de concentratie. Hoewel de kredietcrisis zeker heeft bijgedragen aan een *shake out* ten gunste van de grootste partijen, is de toenemende concentratie een proces dat niet sec conjunctuurgedreven is; dit is al langer aan de gang. In combinatie met de huidige conjuncturele ontwikkelingen en een concurrentie-omgeving die door de hoge organisatiegraad en het ons-kent-ons gehalte voor aanbieders vermoedelijk transparanter is dan voor vragers, impliceert dit risico's voor zowel de mate van concurrentie als voor collusie.

De belangrijkste grondstof voor het produceren van vastgoedkrediet, liquiditeit, is sinds de crisis schaars. Dit leidt tot aanbodrestricties, wat wordt verergerd door de moeilijke positie van vastgoed. Dat financiers zich als gevolg hiervan primair richten op herfinanciering en vervolgens, voor zover er nog financiële armslag resteert, op nieuwe kredieten van hoge kwaliteit, is rationeel. Het gevolg is aanscherping van voorwaarden, inclusief *pricing*, en beperkte

overstapmogelijkheden. Hier dringt zich een voor mededingingsrisico's relevante paradox op: enerzijds leiden de verslechterde omstandigheden ertoe dat aanbieders bij herfinanciering afhankelijk zijn van afnemers omdat zij willen voorkomen dat er fors moet worden afgeschreven op kredieten – er is daarom vooralsnog weinig gevaar dat kredieten niet verlengd worden.[87] Anderzijds zijn de overstapmogelijkheden voor afnemers grotendeels opgedroogd en is de aanbieder in staat de heronderhandeling over condities te dicteren. Zo is de aanbieder in de gelegenheid de condities bij herfinanciering flink aan te scherpen en het tarief te verhogen, zolang hij de afnemer daarmee niet in betalingsproblemen brengt. Ook op vlak van 'overstapmogelijkheden' bestaan signalen die kunnen duiden op risico's voor de aannemelijkheid van collusie of de mate van concurrentie in de vastgoedfinancieringsector.

In termen van deelsegmenten wijst dit onderzoek op de noodzaak voor specifieke aandacht voor syndicaatleningen. Waar afnemers bij herfinanciering al in sterke mate afhankelijk zijn van aanbieders, is deze afhankelijkheid sterker en eenzijdiger bij syndicaatleningen. De combinatie van het beperkt aantal grote partijen en de gedaalde bereidheid om met veel kleine partijen een syndicaat te vormen, leidt tot een sterke afname van het aantal mogelijke syndicaatscombinaties. De transparantie over *shoppen* via de syndicaatdesken van banken vormt daarbij een extra belemmering voor overstapmogelijkheden. De capaciteitsbeperkingen in de sector sluiten verder uit dat de oligopoliesituatie in dit deel van de markt in mededingingsrechtelijke zin gered wordt door Bertrand concurrentie. Er is al met al in sterke mate sprake van risico's voor de aannemelijkheid van collusie of de mate van concurrentie in de vastgoedfinancieringsector.

Dit onderzoek concludeert dat het gebrek aan kwantitatieve gegevens en de recente economische ontwikkelingen het destilleren van pure mededingingsrisico's bemoeilijkt. Toch zijn er voldoende aanwijzingen voor risico's voor de aannemelijkheid van collusie of de mate van concurrentie in de vastgoedfinancieringsector. Naast de benoemde indicatoren die 'op rood' staan, geven andere indicatoren – mede in combinatie met de drie expliciet geïdentificeerde risico-indicatoren – zicht op mogelijke risico's.

87 Het in beginsel coûte que coûte door willen rollen van herfinanciering lijkt overigens vooral een tijdelijke oplossing en verdringt mogelijk goede, nieuwe projecten.

Bijlage A De vastgoedsector

Achtergrond: de vastgoedmarkt

Vastgoed

De ontwikkeling van commercieel vastgoed begint bij grondposities. Dit is grond waarop vastgoed gebouwd wordt voor latere exploitatie. Wanneer er grond beschikbaar is, wordt het vastgoed ontwikkeld (op de schrijftafel) en gebouwd, dit is de tweede fase van commercieel vastgoed.

Uit de grondposities en de ontwikkelfase komen geen directe opbrengsten. De belegger hiervan zal daarom het onroerend goed verkopen om rendement op zijn belegging te generen, of zal de belegging doorzetten als exploitatie om op die manier rendement ontvangen.

Wanneer het commercieel vastgoed gereed is, wordt het verhuurd of verkocht. Dit levert opbrengsten op. Het rendement uit de exploitatie komt door de verhuur van het commercieel vastgoed. De binnenkomende huur wordt onder andere gebruikt om het onroerend goed te onderhouden en te voldoen aan de rentelasten (en eventuele aflossing) van de lening. Deze exploitatie kan door de belegger zelf gebeuren of door een tussenpersoon, (vastgoedbeheerder/vastgoedmanager).

De omschakeling van grondpositie naar de ontwikkelfase en vervolgens van de ontwikkelfase naar exploitatie zijn de belangrijkste (mogelijke) transactiemomenten.

Figuur 7 De ontwikkelfases van commercieel vastgoed

Bron: SEO Economisch Onderzoek

Segmenten

De onroerendgoedmarkt kan onderverdeeld worden naar type onroerend goed. Het type onroerend goed heeft impact op de exploitatiemogelijkheden de (verwachte) waardeontwikkeling en daarmee op de financierbaarheid. Hier wordt uitgegaan van vier typen onroerend goed: kantoren, winkels, bedrijfsruimten en woningen.

Kantoren

Ongeveer € 50 miljard van de waarde van het kantorenvastgoed in Nederland is in handen van commercieel vastgoedbeleggers. Dit is meer dan de helft van de gehele waarde van het kantorenvastgoed van € 80 miljard (Geest, 2011).

De kantorenmarkt kampt op dit moment met leegstand. In 2010 stond 14 procent van het commercieel kantorenvastgoed leeg en de verwachting is dat dit in 2015 oploopt tot een kwart van alle kantoren. Door deze leegstand hebben beleggers moeite kantoren te verhuren. De binnenkomende huur wordt gebruikt om het onroerend goed te onderhouden en te voldoen aan de rentelasten (en eventuele aflossing) van de lening. Beleggers die kantoorfinancieringen hebben afgesloten, kunnen door inkomstenterugloop in betalingsproblemen komen. Een tweede gevolg is dat de waarde van het vastgoed daalt vanwege het grote aanbod aan kantoren. Hierdoor daalt de waarde van het onderpand van lopende financieringen.

Er is binnen het kantorensegment sprake van een groot verschil tussen locatie A en locatie B panden. Zo zijn er in de grote steden nog kantoren waar genoeg vraag naar is, deze A-locaties zijn bijvoorbeeld het business district in Den Haag of de Zuidas in Amsterdam. Beleggers met lopende financieringen op een A-locatie of beleggers die een financiering willen afsluiten voor een A-locatie, zullen minder problemen ondervinden dan bij een B-locatie. Voor deze laatste locaties is de vraag minder hoog en is er ook meer sprake van leegstand.

Bedrijfsruimten[88]

Dit segment kenmerkt zich door het hoge aandeel eigenaren/gebruikers. Slechts in een paar deelsegmenten zijn beleggers actief. De belangrijkste hiervan is logistiek. De markt voor bedrijfsruimten is erg vatbaar voor wereldwijde economische ontwikkelingen. Zo had het economische herstel en de toename in handel en export tot gevolg dat de gebruikersmarkt voor bedrijfsruimten verbeterde (FGH, 2011).

Winkels

Ook het winkelsegment heeft te kampen met leegstand al is deze lager dan voor kantoren, namelijk 5 procent. Er is met name nog vraag naar winkelpanden in hoofdwinkelstraten, hoewel dit is teruggelopen vanwege de economische crisis en de toenemende online verkoop. Het genoemde leegstandspercentage komt grotendeels voor rekening van de secundaire locaties. Deze panden en diens beleggers ondervinden dezelfde leegstandproblemen als beschreven voor het kantorensegment.

De afgelopen jaren is er relatief veel winkelvastgoed opgeleverd. Dit vastgoed is ontwikkeld in de tijd voor de crisis en dit aanbod gaat door tot 2012. De verwachting is dat e-commerce de komende jaren met 10 procent zal toenemen. Hierdoor zal de vraag naar winkelruimte afnemen en wordt verwacht dat de nieuwbouw in het winkelsegment na 2012 zal stilvallen (FGH, 2011).

88 Dit type wordt ook nog wel eens binnen het type 'kantoren' geschaard.

Woningen

De woningmarkt zit op slot. Er is sprake van lage dynamiek in de markt waardoor huizen langer te koop staan en er minder transacties plaatsvinden. Dit is nadelig voor de perspectieven van beleggers. Ook projectontwikkelaars hebben het moeilijk aangezien gemeenten op grote schaal bouwplannen uitstellen. Wel stijgt het aantal huishoudens waardoor de vraag naar kleinere woningen stijgt. (FGH, 2011). Deze ontwikkelingen op de woningmarkt worden niet geheel gereflecteerd in de beleggingsvolumes. Het woningsegment is het kleinste segment binnen de commercieel vastgoedsector, het merendeel van de woningen wordt op andere wijze dan via commercieel vastgoedfinanciering gefinancierd. Het beleggingsvolume in de commerciële woningmarkt in 2010 ten opzichte van 2009 met 35 procent gestegen naar ruim € 1 miljard. (Jones Lang LaSalle, 2011).

Geïnvesteerd volume

In Figuur 8 is het totale investeringsvolume per jaar weergegeven voor de Nederlandse beleggingsmarkt. Dit is de totale transactiewaarde van beleggingsfinancieringen voor commercieel vastgoed. Hierbij is zowel het eigen vermogen als het vreemd vermogen meegenomen. De cijfers betreffen *belegging*stransacties. Van *ontwikkelings- en boun*investeringen zijn geen aparte cijfers beschikbaar.[89] Daarnaast beperken de resultaten zich tot transacties van meer dan € 1 miljoen die op de markt zijn geweest, dat wil zeggen niet onderhands van eigenaar zijn gewisseld. Ook transacties door eigenaar/gebruikers zijn niet meegenomen, en hetzelfde geldt voor woningen (woningcomplexen zijn wel opgenomen).[90] Ten slotte zijn specifieke sectoren, waar minder expertise over in huis is zoals utiliteit en onderwijsgebouwen, buiten de analyse gelaten. Ondanks deze beperkingen, is DTZ een toonaangevende bron in de markt en worden de cijfers als betrouwbaar gepercipieerd.[91] De totale vastgoedmarkt is in ieder geval groter dan blijkt uit deze cijfers.[92]

Figuur 8 In 2010 is het investeringsvolume weer gestegen (in miljoenen euro's)

Bron: (DTZ Zadelhoff, 2011)

89 Dat wil zeggen: DTZ Zadelhoff, een toonaangevend kantoor in deze sector, gaf aan niet bekend te zijn met dergelijke cijfers.

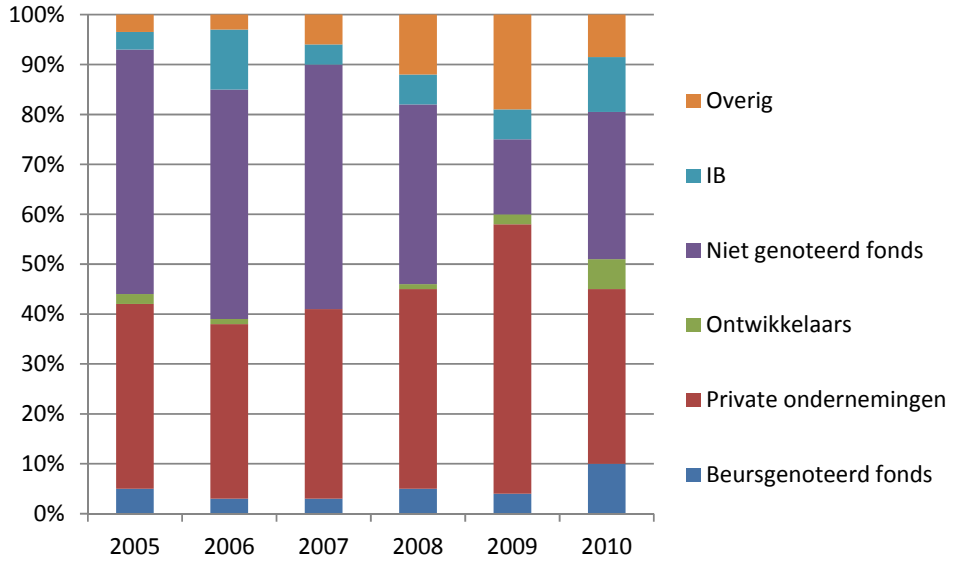
90 Dit betekent overigens dat een substantieel deel van de investeringen door particuliere beleggers niet is meegenomen.

91 Dit kan worden gezien als een indicatie voor de intransparantie van de vastgoed markt.

92 De cijfers sluiten dan ook niet goed aan bij de cijfers over het verschafte vreemd vermogen op jaarbasis.

Figuur 9 geeft een verdeling van de investeringen naar type belegger. De beleggingen worden gedomineerd door de private ondernemingen en de institutionelen. (Project)ontwikkelaars richten zich voornamelijk op ontwikkelingsfinanciering. Zij nemen slechts een beperkte rol in op gebied van beleggingstransacties.

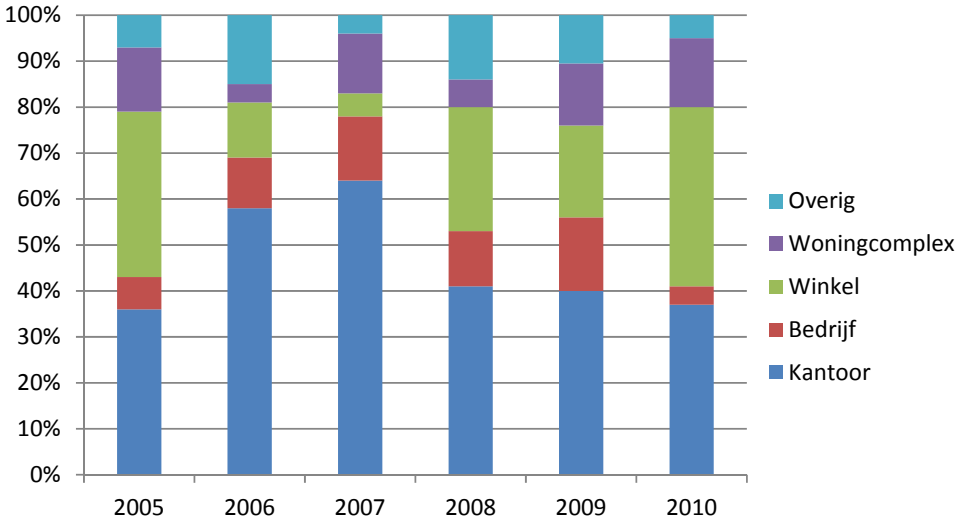
Figuur 9 Private ondernemingen en niet-beursgenoteerde fondsen zijn grootste investeerders



Bron: (DTZ Zadelhoff, 2011)

Figuur 10 geeft een indeling weer naar onderliggend onroerend goed. Hoewel breed de mening wordt gedeeld dat kantoren het zwaar hebben, is er in 2010 nog relatief veel geïnvesteerd.

Figuur 10 In 2010 is het meest geïnvesteerd in winkels en kantoren



Bron: (DTZ Zadelhoff, 2011)

Literatuurlijst

Akerlof, G. (1970). The market for lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics, Vol. 84*, pp. 488-500.

Bergh, R. v. d., & Camesasca, P. (2001). European Competition Law and Economics: a comparative perspective. *Intersentia*, pp. 32-35.

Boot, A., & Schinkel, M. P. (2007). Concurrentie op de Nederlandse bancaire markt. *ESB*.

Bruinshoofd, A. (2011). Kredietcrisis neemt hypotheekfinanciering eurolanden de maat *Rabobank Themabericht*(2011/02).

Buijs, M., & Vermeulen, T. (2008). *Detectie van mededingingsbeperkend gedrag. Onderzoeksrapport economische detectiemethoden*. Den Haag: NMa.

Curlow, J., & Hobbs, P. (2009). *Global Commercial Real Estate Debt: Deleveraging into Distress*: RREEF Research.

Dayala, R. (2011, 30-3-2011). Het raadsel van de pandbrief. *De Telegraaf*.

De Nederlandsche Bank. (2009). Aanpassingen Bazels raamwerk voor bankentoezicht. *DNB Kwartaalbericht*(December 2009).

De Nederlandsche Bank. (2010a). Bazel III en de economie. *DNB Kwartaalbericht*(September 2010).

De Nederlandsche Bank. (2010b). Bazel III: nieuwe kapitaal- en liquiditeitsstandaarden voor banken. *DNB Kwartaalbericht*(December 2010).

DTZ Zadelhoff. (2011). *Van veel te veel*: DTZ Zadelhoff.

Einav, L., & J. Levin. (2010). Empirical Industrial Organization: a progress report. *Journal of Economic Perspectives, vol. 24* pp. 145-162.

Federal Reserve. (2008). Basel II Capital Accord, Basel I Initiatives, and Other Basel-Related Matters. from www.federalreserve.gov/generalinfo/basel2/

FGH. (2011). *FGH Vastgoedbericht 2011*. Utrecht: FGH.

Geest, E. v. d. (2011). De crisis komt als sluipmoordenaar. *Financieel Dagblad,* p. 23.

Giostra, N. (2010). *The funding gap: is mezzanine lending the solution?*

Grout, P. A., & Sonderegger, S. (2005). *Predicting Cartels*.

Harrington, J. E. (2006). Behavioral Screening and the Detection of Cartels. In C. D. Ehlermann & I. Atanasiu (Eds.), *European Competition Law Annual 2006: Enforcement of Prohibition of Cartels*.

Horde, C. d., & Zevenbergen, B. (2010). Ruim krediet eist superbuffer. *Financieel Dagblad*.

Inderst, R., & Ottaviani, M. (2008). Misselling through Agents.

IVBN. (2011). De Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed, Nederland - kortweg IVBN - is een belangenbehartigingsorganisatie voor institutionele beleggers in Nederlands vastgoed., from http://www.ivbn.nl/

Jones Lang LaSalle. (2011). *Recovery in review*.

Lang, J. T. (2001). Oligopolies and Joint Dominance in Community Antitrust Law. In B. E. Hawk (Ed.), *Annual Proceedings of the Fordham Corporate Law Institute: International Antitrust Law & Policy*.

Mastroeni, O. *Pfandbrief-style products in Europe*.

Nederlandse Mededingingsautoriteit. (2010). *Quick Scan Hypotheekrente - Een onderzoek naar de marges op hypotheken*.

NEPROM. (2011). Vereniging van Nederlandse Projectontwikkeling Maatschappijen. from http://www.neprom.nl/algemeen

NRC. (2010). Banken moeten fors sparen door Basel III. *NRC Handelsblad*.

NVB Bouw. (2011). NVB Ontwikkeld Nederland. from http://www.nvb-bouw.nl/index.jsp

OECD. (1993). *Glossary of Industrial Organization Economics and Competition Law*.

Peters, R.-J., & Wolters, M. (2010). *Commercial real estate debt*: CBRE.

Pfandbriefbanken, V. D. (2011). Safety. from www.pfandbrief.org/cms/_internet.nsf/tindex/en_141.htm?OpenDocument&F3D086CEFCED1504C12576A20049F70A

Porter, R. H. (2005). Detecting Collusion. *Review of Industrial Organization, vol. 26*, pp. 147-167.

PropertyNL. (2007). *Scope vastgoedfinanciers: einde van de superdeal*.

PropertyNL. (2008). *Financiers*.

PropertyNL. (2009). *Financiers*.

PropertyNL. (2010). *Topfinanciers*.
Scherer, F., & Ross, D. (1990). Industrial Market Structure and Economic Performance.
The Economist. (2010). Basel III - The Whimper, New rules on bank capital are not particularly tough. *The Economist*.
Tirole, J. (1988). *The Theory of Industrial Organization*.
Vereniging Vastgoed Fondsen. (2011). Ledenlijst. from http://www.verenigingvastgoedfondsen.nl/index.php?page=ledenlijst

seo economisch onderzoek

Roetersstraat 29 . 1018 WB Amsterdam . T (+31) 20 525 16 30 . F (+31) 20 525 16 86 . www.seo.nl