

Onroerend goed en de kredietcrisis

Authors	Wibier,R.M.
Publication Date	2012
Document Version	publishersversion
Link	https://research.tilburguniversity.edu/en/publications/47647e7a-387f-49d5-a992-62dff5f6caf
Citation	Wibier , R M 2012 , Onroerend goed en de kredietcrisis . in T M Berkhout & A A van Velten (eds) , Vastgoedfinanciering in woelige tijden . Stichting Fundatie Bachiene , Amsterdam , pp. 103-124 .
Download Date	2025-02-06 15:30:17
Rights	<p>General rights</p> <p>Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research. - You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain - You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal" <p>Take down policy</p> <p>If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.</p>

*Jubileumbundel van de
Stichting Fundatie Bachiene*

Vastgoedfinanciering *in woelige tijden*

Hoofdredactie:
prof. dr. T.M. Berkhout
prof. mr. A.A. van Velten

Onroerend goed en de kredietcrisis

Prof. mr. R.M. Wibier, Universiteit van Tilburg, vakgroep Privaatrecht, leerstoel Privaatrecht, in het bijzonder (internationaal) financieel recht

1. Introductie

De directe aanleiding voor de kredietcrisis is eigenlijk niets meer dan wat wij in goed Nederlands een *asset price bubble* op de onroerendgoedmarkt zouden noemen. Een prijsstijging van in dit geval woningen in (vooral) Amerika, waarbij de prijzen niet meer kunnen worden verklaard door de intrinsieke waarde van de goederen. *Asset price bubbles* zijn van alle tijden. Een bekend voorbeeld is de zogenoemde tulpenbollengekte (*tulipmania*), die dateert uit de Gouden Eeuw en zich in Nederland afspeelde. Een explosieve stijging van de prijs van bloembollen, gevolgd door een plotselinge ineenstorting van die prijs. Op het hoogtepunt van de gekte werd, in de vaste veronderstelling dat de prijzen zouden blijven stijgen, voor een enkele bloembol een bedrag van meerdere jaarsalarissen betaald. Moderne voorbeelden zijn de *internet-bubble* van het begin van deze eeuw, waarbij astronomische bedragen werden betaald voor de aandelen van vooral internet- en telecombedrijven, die vaak nog nooit winst hadden gemaakt en, zoals gezegd, de huizenprijzenstijging direct voorafgaand aan de kredietcrisis van 2007/2008.

Bubbles hebben de neiging om te barsten. De huizenprijzen in Amerika zijn dan ook flink gaan dalen. De bodem werd in april 2009 bereikt.¹ Dit artikel gaat over

¹ Zie: <http://www.standardandpoors.com/servlet/BlobServer?blobheadername3=MDT-Type&blobcol=urldocumentfile&blobtable=SPComSecureDocument&blobheaderva>

de vraag hoe zoiets schijnbaar onbenulligs als een daling van de huizenprijzen in de Verenigde Staten van Amerika een zo ernstige financiële crisis heeft kunnen veroorzaken. Een crisis waarvan wij tot op de dag van vandaag de consequenties ondervinden, bijvoorbeeld in de vorm van de eurocrisis. De kern van de verklaring is te vinden in het fenomeen *securitizations*, dat wil zeggen het herverpakken van (hypothecaire) leningen in verhandelbare obligaties. Daarover gaat de volgende paragraaf (par. 2). In de twee daarop volgende paragrafen komen twee andere belangrijke factoren die hebben bijgedragen aan de kredietcrisis aan de orde. In de eerste plaats de opkomst van zogenoemde *sub-prime*-leningen (par. 3). Leningen waaraan om allerlei redenen een veel hoger risico was verbonden dan aan standaard (hypothecaire) leningen. Het waren juist *securitizations* gebaseerd op dit type leningen die de grootste problemen hebben veroorzaakt. Vervolgens komt de vraag aan de orde waar de sterke stijging van de huizenprijzen vandaan komt (par. 4). In het vervolg zal blijken dat *securitizations* ook de rode draad vormen in deze twee paragrafen. In de daarop volgende paragraaf (5) komt de vraag aan de orde wat dit nu betekent voor *securitizations* in algemene zin. Is dat een transactie die gewoon te veel ongewenste effecten met zich brengt, of kunnen wij eigenlijk niet meer zonder? In paragraaf 6 doe ik een poging tot terugkoppeling naar de Nederlandse situatie. Hoe staat het met de Nederlandse onroerendgoedmarkt, in het licht van de kredietcrisis? Het is maar een kleine zijstap, al was het maar omdat in mijn beleving niemand in Nederland wil horen dat de Nederlandse huizenmarkt wellicht ook onder druk zou kunnen komen te staan. Ik sluit af met een korte conclusie (par. 7).

2. *Securitizations* en de kredietcrisis²

Voor de meeste mensen geldt dat wanneer zij een huis willen kopen, zij het grootste deel van de koopprijs zullen moeten lenen. Dat gebeurt dan veelal bij een bank. De

lue2=inline%3B+filename%3Ddownload.pdf&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobkey=id&blobheadername1=content-type&blobwhere=1245303631555&blobheadervalue3=abinary%3B+charset%3DUTF-8&blobnocache=true.

2 Een deel van deze paragraaf werd (in enigszins afwijkende vorm) eerder gepubliceerd in het Nederlands Juristenblad: R.M. Wibier & R.D. Vriesendorp, 'De kredietcrisis en privaatrecht', *NJB*, 2009, nr. 1, p. 2-8.

huizenkoper verleent dan een recht van hypotheek op zijn huis tot zekerheid voor de terugbetaling van het van de bank geleende geld. Vanuit het perspectief van de bank levert dit een door hypotheek versterkte vordering op een huizenbezitter op. Die vordering is een *asset* van de bank.

Vervolgens rijst de vraag hoe de bank deze vordering (hypothecaire lening) financiert, zoals bij ieder *asset* van de bank de vraag opkomt hoe deze is gefinancierd. Anders gezegd: hoe komt de bank aan het geld dat aan de huizenbezitter moet worden uitgeleend? Een van de mogelijkheden is om het geld dat door spaarders aan de bank is toevertrouwd, te gebruiken. Dat leidt (vanuit bedrijfseconomisch perspectief) echter niet tot een optimale wijze van financiering³ en bovendien beschikken niet alle hypotheekaanbieders over (voldoende) spaargelden om op deze wijze alle verstrekte leningen te financieren. Sterker nog: de toevertrouwde spaargelden zouden volstrekt onvoldoende zijn om aan de behoefte aan hypothecaire kredietverlening te kunnen voldoen. Er bestond zelfs een categorie hypotheekverstrekkers die in het geheel niet over spaargeld beschikte.⁴ Dit type instelling werkte volgens een model waarbij eerst een relatief dure lening wordt aangetrokken bij een (andere) kredietverstrekker, om de aldus verkregen gelden vervolgens weer uit te lenen aan huizenkopers. Deze dure lening moet zo snel mogelijk worden afbetaald en de daartoe benodigde middelen kunnen door middel van een *securitization*-transactie worden aangetrokken. Maar ook gewone banken hebben op ruime schaal van deze financieringstechniek gebruikgemaakt.

Bij een *securitization* worden de vorderingen die de *originator* (de partij die de lening heeft verstrekt aan de huizenbezitter, doorgaans de bank) heeft op de huizenbezitter tot terugbetaling van de verstrekte lening overgedragen aan een speciaal daartoe opgerichte vennootschap, *special purpose vehicle* (SPV) genaamd.

3 Vgl. Steven L. Schwarcz, 'Securitization Post-Enron', *Cardozo Law Review Symposium Issue on 'Threats to Asset-Based Finance'*, Vol. 25, 2003, te vinden via <http://ssrn.com/abstract=386601>; en van dezelfde auteur 'The Future of Securitization' (November 19, 2008), *Duke Law School Public Law & Legal Theory Paper No. 223*, te vinden via <http://ssrn.com/abstract=1300928>. Zie ook diens verklaringen bij de United States Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs van 18 mei 2011, te vinden op: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1844407.

4 Ten gevolge van de kredietcrisis is een aantal hypotheekverstrekkers dat waarschijnlijk volgens dit model werkte, van de Nederlandse markt verdwenen.

Vanuit goederenrechtelijk perspectief worden de leningen (vorderingen) dus overgedragen aan het SPV. In Nederland gebeurt dat sinds 2004 meestal door middel van een stille cessie.⁵ De koopprijs voor de leningen trekt het SPV aan via de (internationale) kapitaalmarkten. Dit doet het SPV door obligaties uit te geven, bijvoorbeeld in denominaties van 1.000 euro per stuk, maar meestal (om toezichtrechtelijke redenen) in denominaties van ten minste 50.000 euro. Op die manier richten de SPV's zich bij het aantrekken van investeerders op professionele partijen, niet op particulieren. De obligatiehouders zijn voor wat de betaling van rente (die de lening als nevenrecht volgt) en aflossingen betreft afhankelijk van de rente en aflossingen die op de oorspronkelijke leningen aan huizenbezitters door die huizenbezitters worden betaald. De leningportefeuille van de *originator* (en daarmee ook het risico van niet-betaling van rente en aflossingen door de huizenbezitter) is op deze wijze verhandelbaar geworden. Uiteindelijk wordt de lening aan de huizenbezitter conform de leningvoorwaarden na lange tijd (20 tot 30 jaar) afgelost aan het SPV, waardoor de hoofdsom van de obligaties kan worden afgelost. Deze wijze van financiering van hypothecaire leningen heeft voor de bank ook allerlei toezichtrechtelijke voordelen. Vanuit toezichtrechtelijk perspectief levert een lening op een huizenbezitter voor de bank een risico op, te weten het risico dat die huizenbezitter zijn lening niet zal terugbetalen (en het onderpand onvoldoende dekking zal bieden voor de bank om alsnog volledig voldaan te worden). Wanneer de bank haar leningenportefeuille in een *securitization* verkoopt aan een SPV, verkoopt zij ook dat risico aan het SPV. Accountingtechnisch leidt dat voor de bank tot balansverkorting.⁶ En, heel belangrijk: (daardoor) kan de bank volstaan met het aanhouden van minder kapitaal, wat een gunstig effect heeft op de prijs van het krediet.⁷

5 Zie art. 3:94 lid 3 BW. In 2004 is tegemoetgekomen aan de wens vanuit de *securitization*-praktijk om het mogelijk te maken een vordering te cederen zonder mededeling aan de debiteur van die vordering. Zie over de (her)invoering van de stille cessie in het Nederlandse recht de WPNR-special over dit onderwerp uit 2003, *WPNR* 6546.

6 Een van de problemen na de val van Lehman bleek dat banken zelf weer op grote schaal hadden geïnvesteerd in obligaties gedekt door hypothecaire leningen, waardoor soms wat via de voordeur van de balans was afgevoerd, via de achterdeur weer binnen werd gehaald.

7 Zie over de toezichtrechtelijke behandeling van *securitizations* de 'Regeling securitisaties Wft 2010', *Staatscourant* nr. 17098, 29 oktober 2010, te vinden op http://www.dnb.nl/openboek/extern/file/dnb_tcm40-199214.pdf en daarover uitgebreid mijn oratie: *De kredietcrisis en privaatrecht*, Tilburg 2011, online beschikbaar (<http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=113588>).

Investeerders kunnen hun oordeel of zij de relevante obligaties wensen aan te schaffen onder meer baseren op het rapportcijfer (*rating*) dat de *rating agencies* aan de obligaties hebben gegeven.⁸ Dat rapportcijfer drukt de kans uit dat de obligatie volledig zal worden afbetaald en geeft daarmee het risico aan dat een belegger loopt door de door het SPV uitgegeven obligaties aan te schaffen. Hoe groter het risico, des te hoger is de rentevergoeding die het SPV aan de beleggers zal moeten betalen.⁹ Daarbij geldt voor veel van de typische investeerders in dergelijke obligaties (verzekeraars en pensioenfondsen) dat zij uitsluitend mogen inschrijven op schuld-instrumenten die de hoogste rating (AAA, Aaa of *triple-A*) hebben meegekregen. Bij die *ratings* is het wel van groot belang voor ogen te houden dat het rapportcijfer uitsluitend betrekking heeft op de vraag hoe waarschijnlijk het is dat de debiteur van de obligatie aan zijn verplichtingen zal voldoen. Tijdens de kredietcrisis manifesteerde zich ook een heel ander risico: niemand wilde bepaalde obligaties, ook al hadden zij een goede *rating*, kopen, waardoor de prijzen van die obligaties om die reden daalden. Ook zonder dat er per se een verhoogd risico bestond dat de debiteur uiteindelijk niet aan zijn verplichtingen zou voldoen. Op het risico dat voor bepaalde obligaties onvoldoende kopers beschikbaar zijn waardoor de koers daalt, hebben *ratings* geen betrekking.

Een variant op *securitizations* is de zogenoemde *covered bond*, waarbij het voornaamste verschil met een gewone *securitization* is dat de obligaties worden uitgegeven door de *originator* zelf. De bescherming van de investeerders is dan te vinden in een garantie van de *covered bond company* aan wie de relevante leningen zijn overgedragen.¹⁰ Deze transacties zijn ingegeven met de Duitse pandbrieven in het achterhoofd, die (voor wat de naam betreft) weer sterk doen denken aan de in Nederland met name in het verleden gebruikte vorm van financiering van hypotheekbanken door middel van zogeheten pandbrieven. Er zijn echter meer

8 De belangrijkste *rating agencies* zijn Moody's (zie www.moody.com), Standard & Poor's (www.standardandpoors.com) en Fitch (www.fitchratings.com).

9 De *rating agencies* hebben altijd volgehouden dat een *rating* maar een van de vele factoren was en dat investeerders hun oordeel in ieder geval niet uitsluitend op de *rating* moesten baseren, maar in de praktijk is dat soms waarschijnlijk toch gebeurd. In ieder geval hebben de door de *rating agencies* afgegeven *ratings* bij veel investeringsbeslissingen een belangrijke rol gespeeld.

10 Zie voor een uitgebreide beschrijving van dit type transacties: R.M. Wibier, 'Covered bond programmes', *NJB*, Vol. 83, nr. 3, 2007, p. 146–152.

verschillen dan overeenkomsten tussen pandbrieven en *securitizations / covered bond programmes*; reden waarom ik pandbrieven verder onbesproken laat.¹¹

Tot zover alleen maar voordelen aan *securitization*-transacties dus. Maar hiermee is nog maar een deel van het verhaal verteld. Er bestaan namelijk ook *securitizations* van *securitizations*. Dat werkt als volgt. Zogeheten *structured investment vehicles* (SIV's) kopen diverse series (langlopende) obligaties op van verschillende SPV's, om zo een mix aan obligaties te verkrijgen en daarmee risico te spreiden. De koopprijs voor deze investering wordt door het SIV op zijn beurt eveneens aangetrokken via de kapitaalmarkt door de uitgifte van (veelal) kortlopende obligaties. De terugbetaling van deze obligaties is afhankelijk van de terugbetalingen op de door het SIV van (andere) SPV's aangekochte obligaties. Een zogenoemde *collateralised debt obligation* (CDO) is geboren: de *debt obligation* is de door het SIV uitgegeven obligatie, en het woord *collateralised* geeft aan dat de uitgevende instelling (het SIV) over *assets* beschikt (te weten: de door het SIV aangekochte obligaties) die als *collateral* (letterlijk: onderpand) dienen en ervoor moeten zorgen dat de obligatie kan worden terugbetaald. Vaak wordt ten behoeve van de investeerders ook daadwerkelijk een pandrecht gevestigd op de onderliggende obligaties.

De door het SIV uitgegeven obligaties¹² worden ingedeeld in verschillende klassen, die ook op hun beurt weer van de *rating agencies* verschillende rapportcijfers krijgen. De minst risicovolle obligatieklasse krijgt het beste rapportcijfer (klasse AAA en Aaa (*triple-A*)) en daarop wordt de laagste rente betaald; de meest riskante obligatieklasse die zich nog als *investment grade*¹³ kwalificeert (klasse BBB, Baa, B), krijgt het slechtste rapportcijfer en daarop wordt een hogere rente betaald. Er zijn nog lagere *ratings* mogelijk (B, CCC, verder aflopend tot

11 Zie over pandbrieven: Asser 3-VI Zekerheidsrechten (Van Velten), nr. 381.

12 CDO's worden niet noodzakelijkerwijs door SIV's uitgegeven. Het kan ook gewoon een ander SPV zijn dat de obligaties opkoopt. Een kenmerk van veel SIV's was dat zij met kortlopend schuld papier gefinancierd waren en vervolgens langlopend schuld papier (namelijk de door hypotheek gedekte vorderingen) opkochten. Zie bijvoorbeeld: 'Unorthodox economic policies – Plan C', *The Economist*, 27 november 2008 (http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=12689745).

13 *Investment grade* geeft aan dat het risico redelijk laag is. Voor veel institutionele beleggers geldt dat zij op grond van toepasselijke regelgeving beperkt zijn in het aanschaffen van producten die zich niet als *investment grade* kwalificeren.

D), maar dergelijke risicovolle obligaties kwalificeren zich niet meer als *investment grade*, waardoor een groot aantal potentiële investeerders afvalt.¹⁴ Er zijn verschillende manieren waarop de transactie kan worden gestructureerd, zodat er een klasse-indeling kan worden gemaakt in de verschillende door het SIV uitgegeven obligaties.

Een van de wijzen waarop een goed rapportcijfer kan worden verkregen, is dat een bepaalde obligatieklasse wordt gegarandeerd door een verzekeringsmaatschappij die zelf een hoge *rating* heeft.¹⁵ Onder meer de Amerikaanse verzekeringsmaatschappij AIG heeft zich daarmee op grote schaal beziggehouden en moest vooral daardoor tijdens de crisis, toen op grote schaal uitbetaald dreigde te moeten worden op deze verplichtingen, door de Amerikaanse overheid worden gered om een faillissement te voorkomen.¹⁶ Ook wordt in de regel afgesproken dat de klasse-AAA-obligaties als eerste zal worden afbetaald en dat pas daarna klasse Aa, dan klasse B en ten slotte pas klasse C (als achtergestelde lening). Dat betekent feitelijk dat de onderliggende obligaties waaruit klassen lager dan AAA zouden moeten worden betaald, eerst zullen worden aangewend om klasse-AAA-obligaties af te lossen (daartoe is immers desnoods de gehele *pool* aan obligaties beschikbaar), hetgeen het risico op niet-betaling van die obligaties uiteraard verkleint. Deze technieken zorgen ervoor dat zelfs op relatief slechte leningen soms een *triple-A rating* kan worden verkregen door ze op een ‘handige’ manier te herverpakken. Deze technieken worden ook wel aangeduid met de fraaie term *credit-enhance-*

14 Door verschillende *rating agencies* worden enigszins verschillende aanduidingen gebruikt. Bij Moody's lopen de *ratings* bijvoorbeeld van Aaa (*triple-A*) (zeer goed) t/m C (er is vaak al verzuim, met weinig kans op terugbetaling). De *ratings* die nog als *investment grade* gelden (tegenover *speculative grade*) lopen bij Moody's van Aaa t/m Baa. Bij Standard & Poor's lopen de *investment grade ratings* van AAA t/m BBB en is de slechtste *rating* D, waarbij vaak reeds sprake is van verzuim van de schuldenaar. Zie nader: Philip Wood, *Law and Practices of International Finance* (University Edition), London, Sweet & Maxwell 2008, par. 20–23. Het komt geregeld voor dat de meest risicovolle obligaties (die soms zelfs in het geheel geen *rating* hebben) door de uitgevende instelling zelf op de balans worden gehouden. Ook dat fenomeen heeft bijgedragen aan het ontstaan van de kredietcrisis.

15 Het is dan uiteraard wel de bedoeling dat de partij die de obligaties verzekert, zelf deze hoge *rating* behoudt.

16 Zie daarover: Andrew Ross Sorkin, ‘The Case for Saving A.I.G., by A.I.G.’, *New York Times*, 2 maart 2009 (<http://www.nytimes.com/2009/03/03/business/economy/03sorkin.html>). Zie voorts; William K. Sjostrom Jr., ‘The AIG Bailout’, *Washington and Lee Law Review*, Vol. 66, 2009, p. 943, beschikbaar via ssrn.com/abstract=1346552.

ment. Via dit soort technieken is het ook mogelijk (althans in theorie) om een *triple-A rating* te krijgen voor een portefeuille die (geheel of gedeeltelijk) bestaat uit de slechtere (*sub-prime*-)leningen die in de volgende twee paragrafen centraal staan. Wanneer een verzekeringsmaatschappij met een goede *rating* instaat voor de betalingsverplichtingen van het SIV, doet het er minder toe wat de kwaliteit van de *assets* van dat SIV is. Wanneer wordt afgesproken dat eerst de houders van klasse-1-obligaties zullen worden voldaan en pas daarna de houders van klasse-2-obligaties, is het mogelijk dat die klasse-1-obligaties een *triple-A rating* krijgen, hoewel geen enkele lening waarin het SIV heeft geïnvesteerd, van topkwaliteit is. Zolang er maar genoeg 'overdekking' bestaat.

Stel, bijvoorbeeld, dat het SIV voor 1.000.000 aan obligaties uitgeeft en daartegenover staat 1.000.000 nominaal aan leningen die zijn verstrekt aan huizenbezitters. De klasse-1-obligaties (*the senior class*) zijn 200.000 nominaal, de klasse-2-obligaties 800.000 (*the junior, subordinated class*). Wanneer wordt afgesproken dat iedere cent die binnenkomt, naar de klasse-1-obligatiehouders gaat totdat deze volledig zijn voldaan, zou bij een gemiddeld betalingspercentage van 20% al voldoende geld binnenkomen om de klasse-1-obligatiehouders volledig te voldoen. In dit scenario zouden de klasse-2-obligatiehouders echter niets ontvangen. Zij vangen dan ook een hoger rentepercentage, aangezien ze een veel hoger risico lopen. De klasse-1-obligaties maken dan een goede kans een *triple-A rating* te halen, ook wanneer bekend is dat de onderliggende leningen erg risicovol zijn, omdat de verwachting is dat (bijvoorbeeld) maar de helft van de leningnemers aan zijn verplichtingen zal voldoen.

Er bestaan ook SIV's die zich hebben toegelegd op het aankopen van door andere SIV's uitgegeven CDO's. Het desbetreffende SIV koopt dan van diverse SIV's mandjes door die SIV's uitgegeven obligaties (CDO's) en trekt de daartoe benodigde koopprijs zelf weer aan door uitgifte van obligaties. Opnieuw kunnen die obligaties in verschillende klassen worden ingedeeld. Er is in dit scenario sprake van een CDO in het kwadraat (*CDO-squared*), want de obligaties zijn zelf CDO's, maar zijn op hun beurt gedekt door CDO's die door andere SIV's zijn uitgegeven. En ook deze obligaties kunnen weer worden opgekocht door een nieuw SIV dat zelf weer obligaties uitgeeft. Dan is sprake van een CDO tot de derde macht (*CDO-cubed*).

Securitization en het telkens weer herverpakken van leningen leidt op deze wijze (in ieder geval in theorie) tot een optimale prijsbepaling voor de leningen, tot een spreiding van risico's, tot een goedkope wijze van financiering van die leningen en daarmee uiteindelijk tot lagere rentelasten voor de huizenbezitters dan wanneer de *originator* de uit te lenen gelden op andere wijze had moeten aantrekken. Zoals uit het voorgaande blijkt, is hiervan echter wel het nadeel dat er nogal wat complexe obligaties ontstaan, waarbij het moeilijk is in te schatten welke partij nu precies welk verlies moet dragen wanneer ergens aan het begin van de keten een huizenbezitter niet langer in staat is om zijn maandelijkse hypotheeklasten op te brengen.

Zoals bekend, is het tijdens de kredietcrisis helemaal misgegaan met dit type obligaties. Toen de huizenprijzen in grote delen van de Verenigde Staten gingen dalen, was het, mede door de zojuist genoemde complexiteit van veel van die obligaties, volstrekt onduidelijk wie nu welke verliezen had geleden of zou gaan lijden. Bovendien was onduidelijk welke verzekeraars zouden worden aangesproken onder garanties die zij hadden afgegeven op dergelijke obligaties en of die verzekeraars wel in staat zouden zijn om aan al hun verplichtingen te blijven voldoen. Omdat ook veel banken zelf hadden geïnvesteerd in dit soort producten, sloeg ook bij banken onderling de paniek toe. Wie had welke obligaties in portefeuille? Wie leed uiteindelijk de verliezen? En bestond niet het risico dat die verliezen zo hoog zouden oplopen dat die banken zelf niet meer aan hun verplichtingen zouden kunnen voldoen? Door de crisis werd pijnlijk duidelijk dat *securitizations* ertoe hadden geleid dat de verliezen op de huizenmarkt door het hele financiële systeem waren verspreid als een agressief virus waar iedereen potentieel last van had. Zo werd een relatief klein probleem (een waardedaling van huizen) tot een crisis van ongekende proporties. Een waar sneeuwbaaleffect.

Ten slotte nog een laatste aspect. Tijdens de crisis bleek dat de modellen die waren gebruikt voor de *rating* en *pricing* van de obligaties, niet in staat waren geweest de crisis te voorspellen. Een van de redenen daarvoor was dat die modellen nog ongetest waren voor de nieuwe producten, maar ook al voor de crisis was er kritiek op de gehanteerde modellen. Zo maakten veel modellen gebruik van een normaalverdeling om het risico te berekenen, terwijl sommige economen er ook al voor de crisis op wezen dat dit voor de financiële markten minder bruikbare modellen

waren, omdat de markten juist vaak worden beïnvloed door zeer onwaarschijnlijke gebeurtenissen, die in een model gebaseerd op een normaalverdeling juist worden genegeerd.¹⁷

3. Het *sub-prime-virus*¹⁸

Een tweede belangrijke factor bij het ontstaan van de kredietcrisis is de ontwikkeling van zogenoemde *sub-prime*-leningen. Het was immers dit type leningen dat de grootste twijfels opriep en juist *securitizations* van dit type leningen liepen de grootste risico's. Risico's die zich verwezenlijkten op het moment dat de huizenprijzen gingen dalen en veel leningnemers van *sub-prime*-hypotheken in moeilijkheden kwamen met de rente en aflossingen op hun leningen.

Een *sub-prime*-lening is een lening die in een of meerdere opzichten afwijkt van de standaard ietwat 'saaie' lening aan een aspirant-huizenbezitter. In de Verenigde Staten wil standaard (*prime*) het volgende zeggen: een vast rentepercentage, een veilig aflossingsschema en vaak een *down-payment* (aanbetaling) van 20% van de koopprijs, zodat het te lenen bedrag 'maar' 80% is van de waarde van het huis.¹⁹ Die afwijkingen kunnen betrekking hebben op de eisen die worden gesteld aan de kredietwaardigheid van de leningnemer (inkomensvereisten, het vermogen om een aanbetaling van 20% op het huis te doen) en op het type lening. Maar nog belangrijker voor de kredietcrisis was het ontstaan van niet-traditionele leningvormen, zoals hypothecaire leningen waarbij de rente 1) geen vast percentage heeft, maar een variabel percentage (*ARM, adjustable rate mortgage*), 2) wordt opgeteld bij de hoofdsom in plaats van betaald en 3) de enige betalingen zijn die de leningnemer verricht, zodat de lening zelf niet wordt afgelost gedurende de looptijd.

17 Nassim Nicholas Taleb, *Black swans: the impact of the highly improbable*, Random House 2007.

18 Ontleend aan het instructieve boek over dit onderwerp van Kathleen C. Engel & Patricia A. McCoy, *The subprime virus*, Oxford University Press 2011.

19 Men vergelijkte dit met de Nederlandse situatie waar *down-payments* zeldzaam zijn en waar de lening soms 120% van de waarde van het huis is. Zelfs onder de op 1 augustus 2011 in werking getreden *Gedragscode Hypothecaire Financieringen* (te raadplegen via: <http://www.nvb.nl/scrivo/asset.php?id=574174>) blijven leningen van meer dan 100% van de marktwaarde van het onderpand mogelijk.

Er is een aantal factoren dat heeft bijgedragen aan de opkomst van dit type hypothecaire leningen in de Verenigde Staten. Engel en McCoy noemen de volgende vier.²⁰

1. *Deregulering*. Het afschaffen van regelgeving over de maximumrente die gevraagd kon worden door leninggevers, heeft ertoe geleid dat het mogelijk werd exorbitant hoge rentes te vragen van leningnemers. Vaak werd de leningnemer dan gelokt met een relatief lage beginrente (*teaser rate*), die na een jaar werd vervangen door een zeer hoog rentepercentage.
2. *Technologische ontwikkelingen*, met name de brede toepassing van computers, maakten het mogelijk af te stappen van conservatieve modellen bij het verstrekken van een lening. In plaats van te werken met gegevens die door de jaren heen hun waarde hadden bewezen (de hypotheeklast moet niet meer dan grofweg een derde van het maandelijks inkomen bedragen, 20% van de aanschafprijs van het huis moet onmiddellijk worden betaald en de leningnemer moet ten minste drie maandinkomens op zijn spaarrekening hebben staan), kon nu worden gewerkt met ingewikkelde statistische modellen die de kans berekenden dat een leningnemer aan zijn verplichtingen kon blijven voldoen.
3. *Securitization*. Het feit dat een verstrekte lening vrijwel onmiddellijk in een *securitization* kon worden ondergebracht, zorgde ervoor dat banken veel minder bloot kwamen te staan aan de risico's die aan die leningen waren verbonden. Niet alleen werd het risico van niet-terugbetaling op investeerders afgewenteld, maar ook het risico op renteverhogingen werd door de bank aan iemand anders doorgegeven. Daar waar een bank zonder *securitization* gedurende de hele looptijd van de lening vastzit aan die lening, maakten *securitizations* het mogelijk om onmiddellijk na het verstrekken van de lening weer van die lening af te komen. Dat betekende dus ook dat het de leningverstrekker minder kan schelen of de leningnemer in staat zal blijken te zijn rente en aflossingen te blijven betalen, zolang hij er maar zeker van is dat hij de lening snel na het ontstaan daarvan kan verkopen. Om die reden verschoof de aan-

20 Engel & McCoy, a.w., p. 16–21.

dacht van banken van de vraag of de leningnemer aan zijn verplichtingen kon voldoen, naar de vraag hoe zo snel mogelijk voldoende leningen konden worden gegeneerd om te kunnen verkopen aan investeerders.

Daarbij was een belangrijke factor dat investeerders een bijna onstillbare honger naar dergelijke leningen hadden. De oorzaak daarvan was onder meer te vinden in de lage rentestand in de Verenigde Staten. Allen Greenspan, president van de Federal Reserve, had de rente verlaagd om de economie een zetje te geven toen de gebeurtenissen op 11 september 2001 en het barsten van de internet-*bubble* in 2000 de Amerikaanse economie in een ernstige recessie dreigden te duwen. Op Amerikaans staatspapier werd zodoende een dusdanig lage rente betaald, dat het voor investeerders nauwelijks de moeite waard was. Zij gingen op zoek naar investeringen die een hoger rendement opleverden. Complicerende factor daarbij was dat voor institutionele beleggers alleen maar schuld papier mag worden gehouden dat een *triple-A rating* heeft. Maar ook daar konden *securitizations* uitkomst bieden, want, zoals in de vorige paragraaf uitgelegd, er konden zelfs *pools* met daarin een groot aantal *sub-prime*-leningen aan een *triple-A rating* komen doordat verschillende vormen van *credit-enhancement* werden toegepast. In de markt ontstond zo een enorme vraag naar obligaties uitgegeven in het kader van *securitizations*. Daardoor werd het mogelijk om veel geld te verdienen met het verstrekken van hypothecaire leningen. Voor het *originaten* (creëren) van dergelijke leningen werd een vergoeding betaald en het feit dat de *originator* wist dat de leningen onmiddellijk na het ontstaan van zijn boeken zouden verdwijnen, zorgde voor een extra aanmoediging om koste wat kost leningen te verstrekken, ook toen de mensen die in aanmerking kwamen voor dergelijke leningen, eigenlijk niet meer te vinden waren.²¹

4. *Macro-economische en beleidsfactoren*. Een deel van deze factoren kwam in het voorgaande al aan de orde. De lage rente in Amerika was een belangrijke factor bij de vraag naar *securitization*-obligaties, maar had daarnaast een aantal andere effecten. De rente op *prime*-leningen was met de rentedalingen van de FED meegedaald. Daardoor werd het aantrekkelijk voor lening-

21 Vrijwel alle grote Amerikaanse banken hebben zich direct of indirect (bijvoorbeeld door het kopen van leninggevers) op dit soort praktijken gestort. Zie voor een aardige beschrijving van het proces en de verschillende *perverse incentives* die daarbij spelen onder meer Engel & McCoy, a.w., p. 43–65.

gevers om goedkoop geld te lenen en dat vervolgens tegen een hogere rente uit te lenen aan mensen die niet voldeden aan de vereisten voor een *prime*-lening. Bovendien werd het lenen van geld voor consumptieve uitgaven gezien als een belangrijke factor om het economisch herstel aan te zwengelen. Zelfs het nemen van een tweede hypotheek op het huis werd gezien als een verstandige beslissing, vaderlandslievend zelfs, omdat daarmee de economie op gang kon worden gehouden ondanks de terroristische aanslagen van 11 september 2001. Daar kwam nog bij dat de federale regering expliciet als doelstelling had het huizenbezit te vergroten, vanuit de gedachte dat er allerlei voordelen zijn verbonden aan een maatschappij waar de meeste mensen niet huren, maar eigenaar zijn van hun huis (minder criminaliteit, meer bereidheid onroerend goed te onderhouden, minder gettovorming, etc.).

Al deze factoren hebben een rol gespeeld bij het ontstaan van *sub-prime*-leningen. Wat opvalt, is dat *securitizations* een prominente rol spelen. Ik kom daar in het vervolg nog op terug. Wat ook opvalt, is dat er in de Verenigde Staten kennelijk zo weinig consumentenbescherming was op het terrein van hypothecaire leningen, dat het mogelijk was dat grote groepen mensen leningen kregen aangesmeerd die zij zich eigenlijk niet konden veroorloven. *Sub-prime* is gaan bloeien in een tijd dat de Amerikaanse overheid (met name onder president George W. Bush, maar ook onder diens voorganger Clinton) de markt zoveel mogelijk haar gang liet gaan en dat is waarschijnlijk niet toevallig.²² Wanneer het gaat om regulering, wordt soms ten onrechte alleen gekeken naar de wijze waarop banken moeten worden gereguleerd. Dat is uiteraard van groot belang, maar ook een goede consumentenbescherming tegen agressieve leningen had de crisis kunnen helpen voorkomen.

4. De housing-bubble

In het voorafgaande ligt al een aantal oorzaken van de huizenprijzen-*bubble* besloten. In deze paragraaf wordt nader ingegaan op de vraag waardoor de ongekende stijging van de huizenprijzen direct voorafgaand aan de kredietcrisis vermoedelijk

²² Zie Engel & McCoy, a.w., hoofdstukken 8, 9 en 12.

is veroorzaakt. Dat is relevant, omdat ook die huizenprijzenstijging kan worden gezien als een oorzaak van de crisis. Na de stijging volgde de daling en zonder die daling had de crisis zich niet op deze wijze gemanifesteerd. Met name is dat interessant omdat, zoals zal blijken, het opnieuw *securitizations* zijn die een belangrijke rol hebben gespeeld.

In een interessante paper bespreken Adam J. Levitin en Susan M. Wachter de oorzaken van de prijsstijging van huizen in de Verenigde Staten in de periode tussen 1997 en 2006.²³ Zij beginnen met een opsomming van de verschillende oorzaken die in de (economische) literatuur zijn aangevoerd voor de prijsstijging. Daarbij noemen zij (onder meer) de volgende factoren:²⁴

- de lage rentestand,
- het overheidsstreven naar het vergroten van het huizenbezit,²⁵
- het verlagen van de vereisten waaraan leningnemers moeten voldoen en
- excessieve vraag naar huizen al dan niet ten gevolge van een misplaatst vertrouwen in aanhoudende stijgingen van de huizenprijzen of een tekort aan huizen in bepaalde gebieden van Amerika.

De auteurs wijzen deze verklaringen vervolgens van de hand en beargumenteren hoe juist *securitizations* en de daaruit voortvloeiende overvloed aan goedkoop krediet moeten worden gezien als de belangrijkste oorzaak van de stijging van de huizenprijzen (en daarmee indirect van de kredietcrisis zelf, zo voeg ik daaraan toe).

Kort samengevat komt hun betoog hierop neer. Door middel van *securitizations* is het mogelijk om een aloud probleem op te lossen, namelijk dat van het renterisico. De meeste mensen geven de voorkeur aan het betalen van een vaste rente op hun hypothecaire lening. Het maakt de kosten van die lening voorstelbaar. Maar als de hypotheekverstrekker/leninggever een vaste rente in rekening brengt, maar voor de financiering van die lening variabele rente moet betalen, draagt die financier

23 Adam J. Levitin & Susan M. Wachter, *Explaining the Housing Bubble*, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1669401>.

24 Zie Levitin & Wachter, a.w., p. 4–5 met verwijzingen naar verdere literatuur over elk van deze mogelijke oorzaken.

25 Zie voor een overzicht Levitin & Wachter, a.w., p. 10–12 met verdere verwijzingen.

een renterisico. Dat is ook daadwerkelijk het geval, omdat rente die banken op spaarrekeningen betalen, vaak juist fluctuerend is. Door middel van *securitizations* kan de leningverstrekker dit renterisico afwentelen op beleggers die minder moeite hebben met het ontvangen van een vaste rente.²⁶

Traditioneel werden de meeste hypothecaire leningen in de Verenigde Staten verkocht aan Freddie Mac²⁷ en Fannie Mae.²⁸ Dat zijn zogenoemde *government sponsored enterprises* (GSE's), door de overheid ingestelde organisaties. Freddie Mac en Fannie Mae hadden het bevorderen van krediet en het terugbrengen van de daaraan verbonden kosten als voornaamste doelstellingen.²⁹ Zij richtten zich daarbij op de huizenmarkt door leningen te kopen van partijen die de bedragen daadwerkelijk uitleenden aan huizenbezitters (*originators*). Zij werkten met strenge regels voor wat het type leningen betreft dat zij ter overname accepteerden van *originators*. Over het algemeen accepteerden zij uitsluitend zogenoemde *prime*-leningen, dat wil zeggen leningen van goede kwaliteit met een laag risico.³⁰ Freddie Mac en Fannie Mae verkochten de leningen op hun beurt aan *special purpose vehicles* in het kader van *securitization*-transacties.³¹ Sterker nog, de eerste *securitization*-transacties hadden betrekking op juist deze leningen van de twee Amerikaanse GSE's. Een belangrijk element van deze *securitization*-transacties was echter dat Freddie Mac en Fannie Mae betaling van hoofdsom en rente aan de investeerders in de obligaties garandeerden. Daarmee werd uitsluitend het risico van rentestijgingen op de investeerders afgewenteld: het kredietrisico bleef bij Freddie Mac en Fannie Mae achter. Dat is een belangrijke constatering. Het zorgt

26 Zie Levitin & Wachter, a.w., p. 15–16.

27 Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC), in de volksmond Freddie Mac.

28 Federal National Mortgage Association (FNMA), in de volksmond aangeduid met Fannie Mae.

29 Het gaat om entiteiten die oorspronkelijk echte overheidsinstellingen waren, maar later zijn geprivatiseerd. Ze zijn onderworpen aan relatief strenge regulering. Zie daarover meer uitgebreid: David Reiss, *Fannie Mae, Freddie Mac, and the Future of Federal Housing Finance Policy: A Study of Regulatory Privilege* (<http://ssrn.com/abstract=1814271>).

30 Zie Levitin & Wachter, a.w., p. 16 voor een overzicht van de voorwaarden waaraan de leningen moesten voldoen.

31 Zoals hierboven beschreven geven deze *special purpose vehicles* obligaties uit, zodat het uiteindelijk de investeerders in deze obligaties (pensioenfondsen, verzekeraars en later ook banken en andere financiële instellingen) zijn die zorgen voor de financiering van de leningen.

er namelijk voor dat Freddie Mac en Fannie May er belang bij hebben ervoor te waken dat de kwaliteit van de leningen³² die zij aankopen en doorverkopen aan een SPV, behoorlijk is. Daar kwam nog bij dat de GSE's behoorlijk streng gereguleerd waren: er golden allerlei minimumvereisten voor leningen die zij mochten aankopen. Die kwaliteitseisen werkten door bij de *originators*, de daadwerkelijke verstrekkers van de leningen, omdat die op het moment van het verstrekken van de lening al wisten dat ze die later zouden moeten verkopen aan een van de GSE's. De financiering van de huizenmarkt was daarmee een overzichtelijke, ietwat saaie aangelegenheid, ook al werd er op grote schaal gebruikgemaakt van *securitizations* als financieringsinstrument.

Maar daar kwam verandering in toen vanaf de jaren negentig van de vorige eeuw ook andere partijen zich op grote schaal gingen bezighouden met *securitization*-transacties. Private marktpartijen zoals *investment banks* gingen, ongehinderd door regels met betrekking tot de kwaliteit van de onderliggende leningen, leningen verstrekken en onderbrengen in *securitizations*. Zo ontstond de mogelijkheid om ook leningen te verstrekken aan partijen met een lagere kredietwaardigheid, met minder startkapitaal en met een hogere lening ten opzichte van de waarde van het huis. Zo ontstond een explosief mengsel. Een laatste essentieel kenmerk van deze zogenoemde *private label securitizations* was dat de verkopende partij, anders dan bij de GSE's het geval was, niet langer de kredietwaardigheid van de leningen garandeerde. Juist niet, want voor de hierboven beschreven regulatoire behandeling mag de *originator* geen enkel risico meer lopen met betrekking tot de aan het SPV overgedragen leningen.³³ De gevolgen daarvan zijn te raden. De aandacht verschuift onherroepelijk van de kredietwaardigheid van de leningnemer naar de mogelijkheid de lening zo snel mogelijk aan iemand te verkopen. Die koper is immers degene die last zal hebben van een eventueel gebrek aan terugbetalend vermogen. De verkoper die terugbetaling niet garandeert, voelt daar niets van. Aangezien de *investment bank* vooral geld verdient aan het tot stand brengen van de transactie, heeft zij er bovendien belang bij zoveel mogelijk transacties tot stand te brengen. Dat is de wijze waarop geld verdiend wordt. En zo ontstaat een neerwaartse spiraal. Op een gegeven moment zijn de *prime*-leningnemers domweg

32 Dat wil vooral zeggen: de kredietwaardigheid van de leningnemer, althans diens vermogen om de lening af te lossen en de periodieke renteverplichtingen te voldoen.

33 Zie paragraaf 2.

op. Iedereen die ook maar enigszins in aanmerking kwam voor een hypothecaire lening, had er al een (of soms zelfs meerdere). En dan is de enige mogelijkheid voor de *investment bank* om haar toevlucht te zoeken tot kredietnemers van mindere kwaliteit. Anders zou de *cash-machine* tot stilstand komen. En door het gebrek aan regulering van de *private label securitizations* was dit anders dan bij de (wel gereguleerde) GSE's ook mogelijk.

Private label securitizations hebben een enorme vlucht doorgemaakt en worden door velen gezien als een van de voornaamste oorzaken van de kredietcrisis. Volgens Levitin en Wachter is de overvloed aan geld die beschikbaar was om te investeren in *securitizations* zelfs de voornaamste oorzaak van de extreme huizenprijzenstijging in de Verenigde Staten tussen 2004 en 2006. Doordat de obligaties steeds complexer werden, werd het daaraan verbonden risico steeds minder doorzichtig. Daardoor werd het mogelijk dat aan het risico van die obligaties een verkeerd prijskaartje werd geplakt. Gevolg: veel meer vraag naar door hypothecaire leningen gedekte obligaties (*mortgage backed securities*, MBS) dan aanbod. Uiteindelijk werd het daardoor veel te gemakkelijk om aan een hoge lening te komen en zo werden de huizenprijzen opgedreven tot ver boven wat economisch verantwoord was. Ten gevolge van *securitizations*, meer specifiek de *private label securitizations* die in de jaren voor de crisis zo populair waren, aldus Levitin en Wachter.

5. Conclusie: weg met *securitizations*?

Wie het bovenstaande tot zich heeft laten doordringen, zou misschien tot de conclusie kunnen komen dat *securitizations* zo snel mogelijk zouden moeten worden verboden. Niet alleen hebben zij de kredietcrisis in die zin veroorzaakt dat banken enorme verliezen hebben geleden op de complexe obligaties die op die wijze in het financiële systeem terecht zijn gekomen, maar *securitizations* lijken zelfs een belangrijke oorzaak te zijn geweest van de huizenprijzen-*bubble*. Ten slotte hebben *securitizations* ook het nodige persoonlijke leed veroorzaakt bij mensen die leningen hebben afgesloten die zij helemaal niet aankonden. Talloze consumenten in de Verenigde Staten zijn in moeilijkheden gekomen. Sommige zijn hun huis verloren en in de meest extreme gevallen zijn hele gezinnen zelfs op straat

terechtgekomen. Een lot dat vooral de economisch zwakkeren heeft getroffen. Ook vanuit dat perspectief hebben *securitizations* dus grote maatschappelijke schade toegebracht.

Toch is er een aantal redenen waarom het niet helemaal gerechtvaardigd is *securitizations* volledig in de ban te doen. Zonder *securitizations* zouden er namelijk eenvoudigweg veel te weinig betaalbare leningen kunnen worden verstrekt en dat geldt nog sterker voor de Verenigde Staten, waar werkelijk iedere vordering (creditcard, studentenlening, autolening, etc.) in *securitization*-transacties wordt ondergebracht. *Securitizations* leiden ertoe dat banken in staat zijn om leningen die zij verstrekt hebben, in contanten om te zetten, die vervolgens weer kunnen worden uitgeleend aan anderen. Het is een vorm van financieren geworden die essentieel is voor de huidige economie. In wezen wordt het geld dat huizenbezitters nodig hebben voor hun aankoop namelijk niet verstrekt door de bank, maar door institutionele beleggers. De bank bemiddelt slechts tussen de leningnemers en die institutionele beleggers. Een en ander wordt technisch vormgegeven door een *securitization*. En: *securitizations* bestaan al meer dan dertig jaar. Er is veel misgegaan in de aanloop naar de kredietcrisis, maar het lijkt zinvoller om te concentreren op het verbeteren wat er is misgegaan met *securitizations* dan deze transactievorm radicaal in de ban te doen.³⁴ Een van de voornaamste problemen daarbij lijkt de grote complexiteit die ontstond met betrekking tot obligaties, bijvoorbeeld door de hierboven beschreven CDO-*squareds*. Een complexiteit die overigens een belangrijk kenmerk is van het gehele financiële systeem.³⁵ De uitdaging lijkt hoe daarmee om te gaan, want teruggaan naar een eenvoudiger model waarin banken een euro

34 Zie nader: Steven L. Schwarcz, 'The Future of Securitization' (November 19, 2008), *Duke Public Law & Legal Theory Paper No. 223*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1300928>.

35 Zie: Steven L. Schwarcz, 'Systemic Risk', *Duke Law School Legal Studies Paper No. 163*; *Georgetown Law Journal*, Vol. 97, No. 1, 2008, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1008326>; Steven L. Schwarcz, 'Markets, Systemic Risk, and the Subprime Mortgage Crisis', *Duke Law School Legal Studies Paper No. 190*, *Southern Methodist University Law Review*, Vol. 61, No. 2, 2008, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1102326>; Steven L. Schwarcz, 'Regulating Complexity in Financial Markets' (February 25, 2010), *Duke Law School Public Law & Legal Theory Paper No. 217*, *Washington University Law Review*, Vol. 87, No. 2, p. 211, 2009, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1240863>; Steven L. Schwarcz, *Keynote Address - Identifying and Managing Systemic Risk: An Assessment of Our Progress* (March 16, 2011), available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1788336>.

pas kunnen uitlenen wanneer die eerst door een spaarder is uitgeleend aan de bank, lijkt realistisch noch wenselijk.

In de Verenigde Staten is daar al een begin mee gemaakt. In de zogeheten Dodd-Frank Act wordt een aantal maatregelen getroffen die specifiek betrekking hebben op *securitizations*. De belangrijkste daarvan is dat men heeft geprobeerd het belangenconflict tussen *originators* en investeerders weg te nemen door van *originators* te verlangen dat zij een economisch risico blijven lopen met betrekking tot iedere klasse uitgegeven obligaties. Het is dan dus niet toegestaan om (het risico met betrekking tot) alle gegenereerde leningen aan een derde (SPV) over te dragen. De bank moet zelf ook verlies lijden als te veel leningnemers hun verplichtingen niet nakomen. Op die manier, zo is de gedachte, is het risico kleiner dat *originators* steeds lagere kwaliteitseisen aan leningnemers gaan stellen. Zij verliezen namelijk zelf ook geld wanneer leningen niet worden terugbetaald, omdat het niet langer mogelijk is alles door te verkopen aan beleggers. Of dit voldoende is om een crisis vergelijkbaar met die van 2008 te voorkomen, is omstreden, maar het is in ieder geval wel een begin.³⁶

Ten slotte nog een keer terug naar Engel en McCoy. In hun boek over het *sub-prime*-virus benadrukken zij de noodzaak van consumentenbescherming als een van de manieren waarop crises als die van 2008 kunnen worden voorkomen.³⁷ Gelet op de enorme misstanden die zich hebben voorgedaan bij het verstrekken van Amerikaanse *sub-prime*-leningen is dat een conclusie die door velen zal worden ondersteund.³⁸

De conclusie is daarmee dat *securitizations* op zichzelf niet slecht zijn, maar dat er wel de nodige stappen op regulatorisch gebied moeten worden gezet om de mis-

³⁶ Zie nader: Engel & McCoy, a.w., p. 243–252 en Steven L. Schwarcz, *Testimony on the State of the Securitization Markets* (May 17, 2011), available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1844407>. De lezer zou de indruk kunnen krijgen dat ik fan ben van deze in de voetnoten voortdurend terugkerende auteur. Die indruk is juist. De artikelen van deze Amerikaanse hoogleraar zijn buitengewoon instructief en verplichte kost voor iedere jurist die de kredietcrisis wil begrijpen.

³⁷ Engel & McCoy 2011, hoofdstuk 12.

³⁸ Zie op dit punt ook: Harold C. Barnett, *And Some with a Fountain Pen: Mortgage Fraud, Securitization and the Subprime Bubble*, beschikbaar via: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=190008.

standen weg te nemen. Daarbij moet niet alleen gedacht worden aan de regulering van banken, maar is het ook van groot belang dat de consumentenbescherming verbeterd wordt.

6. Onroerendgoed-bubble in Nederland?

Tot nu toe stond de Amerikaanse huizenmarkt centraal in deze bijdrage. Logisch, want problemen daar zijn de oorzaak van de kredietcrisis. Het barsten van die *bubble* was de directe aanleiding voor het uitbreken van die kredietcrisis. Maar hoe is het in Nederland gesteld? Ik houd het kort, al was het maar omdat ik mij als jurist hier op buitengewoon glad ijs begeef. Toch een paar opmerkingen.

Ook in Nederland worden *securitization*-transacties op grote schaal toegepast. Het is de wijze waarop banken hun hypothecaire leningen financieren. Wat wij in Nederland echter niet kennen, zijn echte *sub-prime*-leningen. Ten minste, wanneer je *sub-prime* definieert als mensen die eigenlijk op voorhand niet in staat zijn aan hun verplichtingen onder de lening te voldoen. Wat wij in Nederland wel hebben, is een vrij hoge nationale hypotheekschuld, gemiddeld een zeer hoge lening ten opzichte van de waarde van het huis (soms tot wel 120%) en ten opzichte van het inkomen (vijf tot zes keer het jaarinkomen is geen uitzondering), hypotheekrenteaftrek en andere verstorende overheidsmaatregelen, en een stagnerende woningmarkt waar het aantal te koop staande woningen sterk toeneemt, wellicht ten gevolge van het feit dat huizenverkopers niet of maar moeilijk kunnen wennen aan de nieuwe realiteit op de woningmarkt, waarbij prijsstijging in ieder geval niet meer vanzelfsprekend is.

Een heel interessant fenomeen in dit verband is de zogenoemde Herengracht Index, ontworpen door de Maastrichtse hoogleraar Piet Eichholtz.³⁹ Dat is een overzicht van de prijzen van grachtenpanden dat is gecorrigeerd voor inflatie. Het unieke aan de index is dat zij start in 1628. De huizenprijzen bereikten volgens die index een hoogtepunt in 1732. Vervolgens duurde het 375 jaar voordat opnieuw een hoogtepunt werd bereikt in 2007(!). Dat geeft te denken. Resultaten uit het verleden geven

39 Piet M.A. Eichholtz, *A Long Run House Price Index: The Herengracht Index, 1628–1973*, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=598>.

geen garanties voor de toekomst, maar het is niet uitgesloten dat wij opnieuw een periode van 100, 200, 300 of zelfs bijna 400 jaar moeten wachten voor opnieuw een dergelijk hoogtepunt wordt bereikt. Wat vaststaat, is dat huizenprijzen in 2007 historisch hoog stonden en dat dit nog steeds het geval is. Er gaan dan ook steeds meer geluiden op die waarschuwen voor een crash op de Nederlandse markt.⁴⁰ Een dergelijke crash is volgens mij zeker niet uitgesloten en zou goed passen in het beeld dat de Herengracht Index laat zien.⁴¹ Toch willen de meeste mensen daar nog niet aan. Er schijnt in Nederland zelfs nu nog een heilig geloof te zijn in de waardevastheid van de eigen woning. In de woorden van CPB-economen Van Ewijk en Teulings: ‘Anders dan de meeste mensen denken, is een huis over langere tijd bekeken niet per definitie een winstgevende belegging.’⁴²

Van Ewijk en Teulings schetsen overigens een genuanceerd beeld over de situatie op de Nederlandse huizenmarkt, waarbij zij een groot aantal redenen naar voren brengen op grond waarvan het risico van een *bubble* gevolgd door een harde crash wellicht niet zo groot is in Nederland.

Wat de huizenprijzen in Nederland gaan doen, weet niemand. Maar het is naar mijn mening niet evident dat verdere prijsdalingen achterwege zullen blijven. De Herengracht Index laat zien dat een huis uiteindelijk een best risicovolle investering is, waar nog bij komt dat de onroerendgoedmarkt uit de aard der zaak weinig liquide is, wat ook een risicoverhogend effect heeft. Als de woningmarkt werkelijk zou instorten, zouden de gevolgen voor Nederland vrij ernstig kunnen zijn. De Nederlandse grootbanken hebben veel hypothecaire leningen uitstaan. Weliswaar zal het risico door middel van *securitizations* vaak zijn overgedragen aan institutionele beleggers, maar die zullen ook niet per se in staat zijn heel grote verliezen te dragen. En wat gebeurt er als mensen daadwerkelijk op grote schaal

40 Zie bijvoorbeeld: <http://www.fdselections.nl/vastgoed/Nieuws/UithetFD/articleType/ArticleView/articleId/25316/Huizenprijzen-kunnen-met-nog-wel-30-dalen.aspx>; zie ook http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2011/03/global_house_prices.

41 Wat niet hoeft te zeggen dat huizenprijzen in een hoog tempo zouden dalen. Een crash kan zich ook uitstrekken over een langere periode. Als de huizenprijzen dertig jaar niet of nauwelijks stijgen, zijn ze de facto ook flink gedaald door de inflatie.

42 Caspar van Ewijk & Coen Teulings, *De grote recessie – Het Centraal Planbureau over de kredietcrisis*, Amsterdam: Balans, 2009, p. 92. Hoofdstuk 5 van dit zeer lezenswaardige boek gaat over de situatie op de Nederlandse huizenmarkt.

in de problemen komen doordat zij moeten verhuizen en hun oude woning onverkoopt blijkt?

Een en ander maakt het op zijn minst interessant om de ontwikkelingen op de Nederlandse woningmarkt te blijven volgen. Naar mijn mening is het in ieder geval te gemakkelijk om naar Amerika te wijzen en vervolgens te zeggen dat het hier in Nederland allemaal heel anders ligt. Er zijn inderdaad grote verschillen (wij kennen geen echte *sub-prime*, de grond in Nederland is schaarser, er is veel meer regulering in Nederland), maar er zijn ook overeenkomsten (historisch hoge huizenprijzen, hoge, soms risicovolle leningen) en een echte correctie heeft in Nederland, anders dan in de Verenigde Staten, nog niet plaatsgevonden.

7. Tot slot

Onroerend goed wordt door sommigen misschien gezien als een wat saai onderdeel van het recht. Verveelde notarissen die standaardakten passeren en weinig boeiende stukken proza zoals de Kadasterwet bestuderen. Zulks echter ten onrechte. Problemen op de onroerendgoedmarkt zijn de aanleiding geweest voor een economische crisis die nog decennia lang haar sporen door de wereldeconomie zal trekken. De bankencrisis lijkt weliswaar voorlopig bezworen, maar het zal niemand zijn ontgaan dat dit slechts tot gevolg heeft gehad dat de crisis zich heeft verplaatst naar overheidsfinanciën.⁴³ Allemaal doordat de huizenprijzen in Amerika begonnen te dalen. Voor wat Nederland betreft betekent dit in ieder geval dat de huizenmarkt met de grootst mogelijke voorzichtigheid moet worden benaderd en dat in ieder geval rekening moet worden gehouden met een aanzienlijke prijsdaling. Misschien komt die er wel nooit, maar het ware beter voorbereid te zijn wanneer die prijsdaling zich onverhoopt toch zou voordoen.

43 Deze bijdrage werd afgerond op 28 oktober 2011, vlak nadat de Europese regeringsleiders met een oplossing voor de Griekse (en daarmee Europese) schulden crisis naar buiten zijn gekomen. Latere ontwikkelingen konden niet meer worden meegenomen.