
**DE VERZEKERING VAN RISICO'S
BIJ VASTGOEDTRANSACTIES**

MRE Thesis D. Gondrie
Begeleider: W.J. van der Post
27 november 2017

Inhoudsopgave

Voorwoord

Management samenvatting

- DE INLEIDING -

1. Inleiding

- 1.1 De aanleiding van het onderzoek
- 1.2 Probleemstelling
- 1.3 Doelstelling
- 1.4 De centrale vraag en het eindproduct
- 1.5 Theoretische inbedding
- 1.6 De onderzoeksmethodologie
- 1.7 Afbakening
- 1.8 De onderzoekstructuur

- DE THEORIE -

2. Het identificeren en kwantificeren van risico's

- 2.1 Inleiding
- 2.2 Risico
- 2.3 Het identificeren en waarderen van risico's
- 2.4 Risicomanagement
- 2.5 Het verzekeren van risico's
- 2.6 Conclusie

3. Juridische risico's bij vastgoedtransacties

- 3.1 Inleiding
- 3.2 Het inventariseren van juridische risico's – *due diligence*
- 3.3 Het kwantificeren van juridische risico's
- 3.4 Onbekende objectrisico's en de aansprakelijkheid van verkoper
- 3.5 Het verhaalsrisico
- 3.6 Resterend risico's voor een koper
- 3.7 Conclusie

4. *Transactional Risk* Verzekering

- 4.1 Inleiding
- 4.2 *Transactional risk* verzekeringen
- 4.3 *Title* verzekering
- 4.4 *Warranty & Indemnity* verzekering
- 4.5 Conclusie

- TUSSENCONCLUSIE -

5. De tussenconclusie

- HET ONDERZOEK

6. De Praktijk

6.1 Inleiding

6.2 Methodologisch kader

6.3 Onderzoekresultaten

6.4 Conclusie

- CONCLUSIE-

7. Conclusie en reflectie

7.1 Conclusie

7.2 Aanbevelingen

7.3 Vervolgonderzoek

Bibliografie

Voorwoord

[@@@]

Amsterdam, @@@ November 2017

D. Gondrie

Management samenvatting

[.....]

Hoofdstuk 1 Inleiding

1.1 De aanleiding van het onderzoek

Het zal niemand ontgaan zijn. Sinds het dieptepunt van de crisis in 2012 is de Nederlandse commerciële vastgoedmarkt sterk aangetrokken. Jaar op jaar is het volume van commerciële vastgoedtransacties in Nederland gestegen (CBRE, 2017). De vraag overstijgt het aanbod. De algemene verwachting is dat als gevolg van de lage rente en het aanwezige internationale kapitaal de vraag naar Nederlands commercieel vastgoed voorlopig zal aanhouden (CBRE, 2017).

De grote vraag heeft niet alleen tot gevolg dat de prijzen voor *prime* vastgoed stijgen, er ontstaat ook een nieuw economisch evenwicht ten aanzien van de verdeling van risico's bij de totstandkoming van koopovereenkomsten (Samuelson, 1947). Verkopers zijn in een situatie van vraagoverschotten minder bereid om garanties te geven ten aanzien van het vastgoed dat wordt verkocht. Daar komt bij dat internationalisering van de Nederlandse vastgoedmarkt ervoor heeft gezorgd dat de transactiedocumentatie een sterk Angelsaksische inslag heeft gekregen (inclusief terminologie). Het is inmiddels gangbaar dat bestaand vastgoed wordt verkocht op basis van het zogenaamde *as is where is* principe. Koper krijgt de gelegenheid het vastgoed te onderzoeken, maar dient het vastgoed vervolgens te accepteren in de staat waar het zich bevindt op het moment van overdracht. Door verkoper worden slechts beperkte garanties gegeven.

Als gevolg van dit nieuwe (economische) evenwicht, zullen beleggers risico's zoveel mogelijk beperken door zowel in commercieel, juridisch, fiscaal en technisch opzicht het vastgoed grondig te onderzoeken voordat het wordt aangekocht (*due diligence*). De transactiekosten - de kosten die moeten worden gemaakt om een transactie tot stand te brengen - worden daardoor hoger (Coase, 1937).

Het is echter niet mogelijk om alle (juridische) risico's te identificeren en af te dekken. In de praktijk is er zelden sprake van een volledig transparante markt en blijft er een informatieleemte behouden ten aanzien van het vastgoed (Kerste, Poort, Risseeuw & Roosenboom, 2011). Dat risico komt in de huidige markt op grond van transactiedocumentatie in vergaande mate voor risico van kopers doordat de aansprakelijkheid van verkopers in sterke mate wordt beperkt in duur (slechts een aantal maanden na overdracht) en in hoogte (slechts boven een bepaald bedrag en slechts tot een bepaald percentage van de koopsom).

Een belegger zal in de huidige markt er dus rekening mee moeten houden dat wanneer zich als het gevolg van de informatieleemte na overdracht een niet eerder geïdentificeerd risico openbaart de schade mogelijk niet op verkoper kan worden verhaald. Een dergelijke inschatting kan niet worden gebaseerd op historische gegevens en is derhalve niet meer dan een subjectieve inschatting van een onzekerheid. Volgens de *Prospect Theory* (Kahneman & Tversky, 1979) heeft dit tot gevolg dat de kans dat het risico zich verwezenlijkt vele malen hoger wordt ingeschat dan de omstandigheden rechtvaardigen. Wanneer een koper dit risico als te hoog en onaanvaardbaar aanmerkt en de verkoper niet bereid is om op dat punt te bewegen, zal de transactie - mogelijk op basis van een onjuiste risico-inschatting - niet totstandkomen.



Figuur 1 Risicovordering tussen verkoper en koper.

1.2 Probleemstelling

Sinds enige tijd is er een verzekeringsproduct op de Nederlandse markt dat een koper verzekert tegen bepaalde juridische risico's verbonden aan de acquisitie van vastgoed, een zogenaamde *transactional risk* verzekering. Dit van oorsprong Amerikaanse verzekeringsproduct wordt internationaal veel gebruikt in fusie- en overnametransacties, maar kan ook worden toegepast op vastgoedtransacties. Dit onderzoek richt zich in het bijzonder op *title* verzekeringen die een koper beschermen tegen gebreken of beperkingen aan het eigendomsrecht van de verkoper en *warranty and indemnity* verzekeringen die een verkoper of koper dekking biedt indien er sprake is van de schending van een garantie door verkoper. In plaats dat juridische risico's aan het object worden verdeeld tussen verkoper en koper, kunnen ze worden afgewenteld op een derde, de verzekeraar. Daarmee kan het risico van de informatieleemte dat bij verkoper en koper bestaat ten aanzien van de eigenschappen van het verkochte – en die mogelijk in de weg staat aan de totstandkoming van de transactie – tot op zekere hoogte worden overgedragen aan de verzekeraar.

Er is op het moment een groeiende belangstelling voor *transactional risk* verzekeringen. Verzekeraars die deze producten aanbieden geven aan dat er vanaf 2011 in de Europese vastgoedmarkt een toenemende vraag naar *warranty and indemnity* verzekeringen is.¹

Een van de mogelijkheden waarop het product in een transactie kan worden toegepast, is dat verkoper - nog voordat het vastgoed wordt verkocht - een dergelijke verzekering afsluit. De verkoper verkoopt het vastgoed dan inclusief de dekking van de *transactional risk* verzekering. Bij overdracht van het vastgoed gaat de verzekering dan over naar koper (*sell – buy flip*). Omdat de risico's in dat geval bij een verzekeraar komen te liggen, zal een verkoper mogelijk bereid zijn om meer garanties te verstrekken dan zonder een verzekering het geval zou zijn (in de theorie aangeduid als het *moral hazard* (Stiglitz, 1983)). Naar verwachting zal een transactie op deze wijze eerder en gemakkelijker tot stand komen met minder transactiekosten voor verkoper en koper. Denkbaar is ook dat een koper om deze reden bereid is meer voor het vastgoed te betalen dan zonder de verzekering het geval zou zijn, omdat immers minder risico bij koper komt te liggen.

In de praktijk komt het echter niet (althans zelden) voor dat vastgoed op deze wijze wordt verkocht. Daarnaast is er op dit moment een kennisleemte in de bestaande literatuur omtrent het gebruik van *transactional risk* verzekeringen in de Nederlandse vastgoedpraktijk.

1.3 Doelstelling

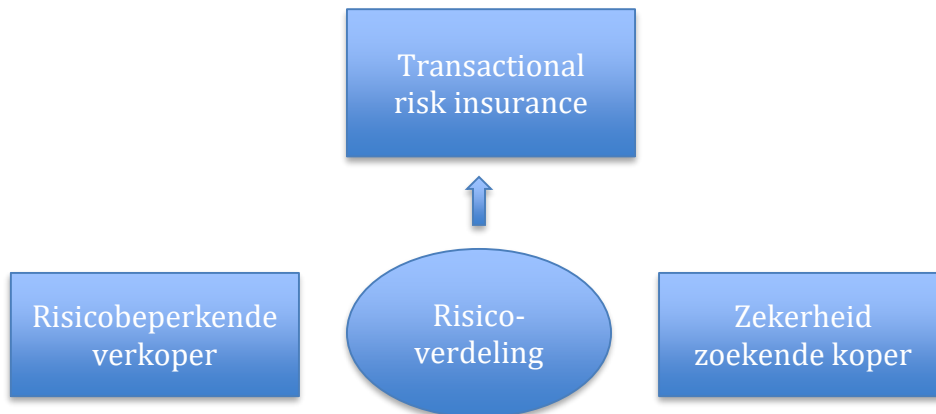
Het doel van dit onderzoek is om inzicht te verkrijgen in de juridische risico's verbonden aan vastgoedtransacties en in de wijze waarop deze risico's in de huidige markt van commercieel vastgoed tussen verkoper en koper worden verdeeld. In het verlengde hiervan wordt onderzocht of deze risico's kunnen worden gedekt door een *transactional risk* verzekering en of het gebruik van een *transactional risk* verzekering eraan kan bijdragen dat verkoper en koper eerder tot overeenstemming komen en of koper bereid is een hogere koopsom te betalen.

1.4 De centrale vraag en het eindproduct

De centrale vraag in dit onderzoek is: *In hoeverre kan het gebruik van een transactional risk verzekering bij de verkoop van commercieel Nederlands vastgoed in de huidige markt, die meer risico-acceptatie van kopers verlangt, eraan bijdragen dat verkoper en koper eerder tot*

¹ Dit is gebaseerd op marketingmateriaal van verschillende aanbieders van *Warranty and Indemnity* verzekeringen, waaronder AON, Tokio Marine HCC, Neon, Lockton / Kröller Boom en Howden.

overeenstemming komen en kan het gebruik van de verzekering tot gevolg hebben dat een koper bereid is meer voor het vastgoed te betalen?



Figuur II Risicoverschuiving naar verzekeraar

1.5 Theoretische inbedding

De theorie onderscheidt twee manieren om met het risico van kennisleemte om te gaan in het kader van een overdracht van eigendomsrechten. Volgens de transactiekostentheorie zullen actoren bij een grote mate van informatieleemte op zoek gaan naar bescherming (Williamson 2000). Een dergelijke bescherming zal worden gezocht door de transactie in vergaande mate te structureren. Dat kan door de rechten en verplichtingen van partijen vast te leggen in complexe contracten. Dit proces wordt door Williamson het opstellen van instituties genoemd en heeft op korte termijn een toename van transactiekosten tot gevolg in de verwachting dat partijen daardoor beter worden beschermd en op langere termijn kosten worden voorkomen.

De optietheorie (Martins et al, 2015) kiest voor een tegengestelde aanpak. Het feit dat transacties altijd zijn omgeven door onzekerheid maakt het volgens deze stroming noodzakelijk om te kiezen voor een flexibele strategie. Hierbij krijgen actoren het recht op een later moment, wanneer meer informatie beschikbaar is, een meer optimaal besluit te nemen (Van der Post, 2013).

Het verzekeren van transacties zoals dat in dit onderzoek centraal staan, laat zich echter niet volledig door deze theorieën beschrijven. In feite wordt door het afsluiten van een verzekering het risico van informatieleemte overgedragen aan de verzekeraar en wordt op die manier mogelijke toekomstige schade (met negatieve gevolgen voor het rendement) voorkomen. Hoewel dit weliswaar in theoretische zin een contract is (cf. Williamson, 2000), is er - gezien de huidige stand van het onderzoeksgebied enerzijds en het gebruikersperspectief anderzijds - in dit onderzoek voor gekozen om de risico's, die in dit onderzoek centraal staan, weliswaar te omschrijven vanuit een neo-institutionele invalshoek maar deze af te zetten tegen de mogelijke gevolgen van dergelijke risico's voor het door de koper (en de verkoper) beoogde rendement.

Daarmee wordt feitelijk de neoklassieke wet dat risico en prijs communicerende vaten zijn als uitgangspunt genomen. Dit past ook in een situatie waarin sprake is van instituties en transactiekosten. De exacte hoogte van de transactiekosten alsmede de flexibiliteitsoptie en de behandeling van dit theoretische kader worden in het verdere verloop van het onderzoek buiten beschouwing gelaten.

1.6 De onderzoeksmethodologie

Dit onderzoek is een kwalitatief en beschrijvend onderzoek met een relatief beperkt toetsend karakter gezien de uitermate premature stand van zaken rondom het thema *transactional risk* verzekering. Op dit moment zijn er in de Nederlandse praktijk slechts in beperkte mate voorbeelden beschikbaar van tot stand gekomen vastgoedtransacties waarbij gebruik is gemaakt van dit verzekeringsproduct. De transacties die tot *evidence based data* kunnen leiden zijn allen slechts indirect onderzoekbaar. Het is gebruikelijk dat bij commerciële vastgoedtransacties door de betrokken partijen geheimhoudingsverklaringen worden getekend. Informatie over de transactie – laat staan de contractuele voorwaarden - worden over het algemeen niet gedeeld met derden. Een *case study* – die perfect zou passen in de onderzoekswens (Yin, 2003) – is daarom niet mogelijk gebleken. Daarom is er vanuit methodologisch perspectief voor gekozen om een aantal interviews af te nemen onder beleggers die zowel nationaal als internationaal opereren (vraag- en aanbodzijde) en derhalve in staat zijn om de Nederlandse transactiedocumentatie te vergelijken met andere landen. Daarnaast zijn verschillende interviews afgenomen met (al dan niet) internationaal opererende makelaars, die vanuit hun functie nauw betrokken zijn met bij de prijsvorming van vastgoed en beleggers/ontwikkelaars en ervaring hebben met *transactional risk* verzekeringen in Nederland. Tot slot is een aanbieder van *transactional risk* verzekeringen geïnterviewd. De respondenten zijn geselecteerd middels *purposive sampling* (Rubin & Rubin, 2005). Daarbij is er sprake van een zogenaamde doelgerichte, selecte benadering van de respondenten. Allen hebben dus expliciete kennis van de *transaction risk* verzekering praktijk in Nederland. De verdere methodologische beperkingen en mogelijkheden van deze aanpak worden in hoofdstuk 5 nader uiteengezet.

In de verschillende interviews heeft het onderzoek zich gericht op de volgende elementen:

- de veranderende transactiedocumentatie;
- de veranderende risicoverdeling en toenemende transactiekosten;
- de ervaringen met *transactional risk* verzekeringen;
- de prijsvorming bij het gebruik van *transactional risk* verzekeringen.

1.7 Afbakening

Het onderhavige onderzoek richt zich op uitsluitend op een bepaalde vorm van risico. Objectrisico's. Met een objectrisico's wordt bedoeld de (onbekende) risico's verbonden aan een bepaald pand of stuk grond dat wordt aangekocht. Aan de koop van vastgoed zijn uiteraard meerdere risico's verbonden. Denk daarbij aan marktrisico's, leegstandrisico etc. Dit zijn ondernemersrisico's die een koper bewust accepteert en waarvoor de koper een rendement verwacht. Deze risico's vallen buiten het onderwerp van deze scriptie.

Daarnaast richt dit onderzoek zich in beginsel op de verkoop van bestaand commercieel vastgoed tussen professionele (al dan niet institutionele) partijen die naar hun aard risico-avers opereren.

1.8 De onderzoeksstructuur

De structuur van deze scriptie is als volgt opgebouwd. In hoofdstuk 2 wordt aan de hand van een onderzoek van literatuur een theoretische beschouwing gegeven van risico's en het identificeren en kwantificeren daarvan en de keuze om risico's het al dan niet te verzekeren. De subvragen die in dit hoofdstuk worden beantwoorde zijn:

- Wat is risico?
- Welke methoden zijn er om risico's te identificeren en te kwantificeren?
- Hoe komt tot de keuze tot stand om risico's al dan niet te verzekeren?
- Onder welke voorwaarden is een verzekeraar bereid risico's te verzekeren?

In het hoofdstuk dat daarop volgt wordt aan de hand van literatuur en jurisprudentie een toelichting geven op het juridische kader van een vastgoedtransactie en in het bijzonder de (juridische) risico's die er voor partijen aan een vastgoedtransactie zijn verbonden. De subvragen die in dit hoofdstuk worden beantwoorde zijn:

- Met welke juridische risico's worden partijen in het kader van een vastgoedtransactie geconfronteerd?
- Op welke wijze worden juridische risico's doorgaans in een commerciële vastgoedtransactie verdeeld?

In hoofdstuk 4 wordt aan de hand van literatuur en een studie van de polisvoorwaarden van een aantal aanbieders van *transaction risk* verzekering, een analyse gemaakt van de werking en dekking van een *transaction risk* verzekering. De volgende subvragen komen in dit hoofdstuk aan de orde:

- Wat is een *transaction risk* verzekering?
- Tegen welke juridische risico's biedt een *transactional risk* verzekering dekking?

In hoofdstuk 5 volgt een verslag van de interviews die zijn afgelegd. Daarbij ligt de nadruk op de vraag of het gebruik van *transactional risk* verzekeringen tot gevolg kan hebben dat verkoper en koper eerder tot overeenstemming komen en of het gebruik tot een hogere koopsom zou kunnen leiden. In het laatste hoofdstuk zal ik aan de hand van de onderzoeksresultaten tot een beantwoording van de centrale vraag van dit onderzoek komen en zal ik me wagen aan het formuleren van vereisten voor een *transactional risk* verzekering om een toegevoegde waarde te hebben in het kader van de verkoop van Nederlands commercieel vastgoed.

Hoofdstuk 2 Het identificeren, kwantificeren en verzekeren van risico's

2.1 Inleiding

Alvorens in te gaan op de contractuele risico's verbonden aan de koop van vastgoed (hoofdstuk 3) en de mogelijkheid om dergelijke risico's te verzekeren door middel van een *transaction risk* verzekering (hoofdstuk 4), zal in dit hoofdstuk een algemene toelichting gegeven worden op het

identificeren en waarderen van risico's. In het bijzonder zal de (onderzoeks)vraag worden beantwoord wanneer wordt overgegaan tot het verzekeren van risico's en welke afwegingen daarbij worden gemaakt.

2.2 Risico

2.2.1 De definitie van risico

De Dikke van Dale (2015) geeft een korte en bondige definitie van risico; *'het gevaar voor schade of verlies'*. In de literatuur wordt er sinds jaar en dag een aanvullende voorwaarde gesteld om daadwerkelijk van een risico te kunnen spreken. Daarbij wordt een onderscheid gemaakt tussen enerzijds risico en anderzijds onzekerheid (Knight, 1921). Risico onderscheidt zich van onzekerheid doordat bij een risico een uitspraak gedaan kan worden over de kans dat de schade of het verlies zich verwezenlijkt. Wiskundig uitgedrukt: het risico dient stochastisch modelleerbaar te zijn. Wanneer er geen enkele inschatting kan worden gegeven over de kans dat gevaar zich verwezenlijkt (dus ook niet op basis van een volledige subjectieve inschatting), is er geen sprake van een risico maar van een onzekerheid.

Risico's kunnen als onzekerheden worden ervaren, omdat geen informatie voorhanden is om een inschatting te maken van de kans dat het risico zich verwezenlijkt. Dat die informatie niet voor handen is, heeft echter niet tot gevolg dat het gevaar op zichzelf niet als risico kan worden aangemerkt. Zoals later in dit hoofdstuk zal worden toegelicht aan de hand van de *Prospect Theory* (Kahneman & Tversky, 1979), is het vaststellen van risico's doorgaans geen exacte wetenschap, maar wordt de mate waarin risico wordt ervaren en aldus wordt ingeschat sterk beïnvloed door subjectieve elementen.

Wanneer naar risico's wordt gekeken in een bedrijfseconomische context wordt het gevaar of het mogelijke verlies in de regel afgezet ten opzichte van een bepaald doel. Er is pas sprake van een risico wanneer een bedrijfseconomisch doel door dat risico wordt bedreigd. Anders gezegd, een risico is een risico voor en ten opzichte van een bepaald doel (Braam, 2003). Het element dat een doel wordt bedreigd, zien we terug in de definitie die de Nederlandse belangenvereniging van institutionele beleggers (IVBN) voor risico hanteert (2011):

'Risico is de (in kansen uitgedrukte?) mogelijkheid dat de realisatie van de strategische, tactische en/of operationele doelstellingen van een organisatie negatief wordt beïnvloed, waarbij de kans op realisatie ook daadwerkelijk verlaagd wordt door onzekere of tijdelijke en/of structurele (gevolgen van) gebeurtenissen binnen en/of buiten de organisatie'.

2.2.2 Zuivere en speculatieve risico's

Voor een verder begrip van de risico's die het onderwerp zijn van dit onderzoek, moet een onderscheid worden gemaakt tussen zuivere en speculatieve risico's (De Pril, Dhaene & Simon, 1999). Er is sprake van een zuiver risico wanneer er uitsluitend kans is op verlies. Het gaat dan doorgaans om persoonlijke risico's (overlijden, ziekte, letsel), risico's verbonden aan eigendommen (inbraak, autoschade) en aansprakelijkheidsrisico (wettelijke aansprakelijkheid of beroepsaansprakelijkheid). Voor zuivere risico's kunnen over het algemeen verzekeringen worden afgesloten.

Een speculatief risico onderscheidt zich van een zuiver risico doordat er naast kans op verlies ook kans is op winst. Speculatieve risico's worden bewust genomen in de hoop op winst. Het risico wordt opgezocht in de verwachting dat zich dit vertaalt in winst. Speculatieve risico's worden ook wel ondernemingsrisico's of economische risico's genoemd. Welke mate van risico geaccepteerd wordt, hangt af van het risicoprofiel van de ondernemer. Speculatieve risico's kunnen over het algemeen niet worden verzekerd. Wel is het mogelijk om het risico te beperken (of weg te nemen) door het nemen van maatregelen. Denk daarbij aan het *hedgen* om het risico van schommelingen in valutakoersen of brandstofprijzen, te ondervangen.

Onderhavig onderzoek richt zich op objectrisico's. Dat zijn zuivere (onbekende) risico's verbonden aan de eigendom van vastgoed dat wordt aangekocht. Het doel van een vastgoedacquisitie door een belegger is de realisatie van een vastgesteld rendement, te weten de *Internal Rate of Return* (IRR). Objectrisico's vormen een gevaar voor dat rendement, omdat ze immers tot onverwachte kosten kunnen leiden. In het kader van dit onderzoek kan een risico dan ook het beste worden aangemerkt als een bij aankoop niet geïdentificeerde eigenschap van het betreffende object, dat leidt tot een negatieve afwijking van de rendementseis van het project (Gehner, 2011).

Figuur III geeft een simplistisch rekenvoorbeeld van een IRR (*Internal Rate of Return*) berekening waarbij een koper 4 jaar na overdracht van het vastgoed wordt geconfronteerd met onverwachte kosten van EUR 10.000,- om het dak van het aangekochte object te repareren. Het pand is voor EUR 1.000.000,- aangekocht en wordt na 5 jaar voor EUR 1.300.000,- verkocht.

	Jaar	Zonder gebrek	Met dakreparatie
Investering	0	- 1.000.000	-1.000.000
	1-3	0	0
	4	0	- 10.000

Opbrengst	5	1.300.000	1.300.000
I.R.R.		5,38%	5,21%

Figuur III: IRR Berekening

Zoals blijkt, heeft het onverwachte risico, in de vorm van een verouderd dak, tot gevolg dat het rendement van de investering daalt. Een voorzichtige koper zal daarom bij de aankoop van een vastgoedobject de risico's zo veel als mogelijk in kaart willen brengen om dat te verdisconteren in de prijs, dan wel deze op grond van de koopovereenkomst voor risico van verkoper te brengen.

Merks (2008) heeft onderzoek gedaan naar risico's in de acquisitiefase voor *value added* fondsen. Merks concludeert dat zuivere (object specifieke) risico's, in dit onderzoek aangeduid als objectrisico's, in vergelijking met de speculatieve marktrisico's bijna allemaal een relatief klein gevolg hebben op het rendement, met uitzondering van risico's omtrent leegstand en erfpacht.

2.3 Het identificeren en waarderen van risico's

Het waarderen van risico's bestaat uit een drietal elementen: (i) het identificeren van risico's (*wat is het risico?*), (ii) het inschatten van de kans dat het risico zich verwezenlijkt (*hoe groot is de kans?*) en (iii) het vaststellen van het effect als het risico zich verwezenlijkt (*wat is de mogelijke schade?*) (Stam, 2003). Deze drie elementen worden hieronder verder uiteengezet.

2.3.1 Het identificeren van risico's

In het kader van risicomangement zijn verschillende methoden ontwikkeld om risico's te identificeren. Als voorbeeld kunnen worden genoemd (Cleas, 2004):

- checklist: een document dat wordt opgesteld om de risico's van een project in kaart te brengen aan de hand van de kennis en ervaringen van eerdere, vergelijkbare projecten;
- brainstormsessie: een bijeenkomst veelal van terzake deskundigen ('*experts*') die gezamenlijk de risico's van een project inventariseren;
- risicomatrix: een tabel met langs de ene as de omschrijvingen van de risico's en hun classificatie en op de andere as de omschrijving de waarschijnlijkheid. In de tabel zelf staat welk risiconiveau wordt toegekend aan de combinaties van kans en effect, vaak middels een kleur (groen, oranje, rood) en een omschrijving (laag, midden, hoog).
- SWIFT methode: een gestructureerde brainstormsessie waarbij de deelnemers niet van de bestaande situatie wordt uitgegaan, maar door veronderstellingen en geschetste denkbare scenario's (*what if?*) op andere gedachtes gebracht worden.

- BOW-TIE methode: een grafische weergave (in de vorm van een strik) van de risico's in een onderneming in combinatie met specifieke organisatorische factoren en de preventieve en herstelmaatregelen die kunnen worden genomen.

Het algemene kenmerk van deze methoden is dat er op project- of procesbasis vanuit verschillende disciplines naar zowel zuivere als speculatieve ondernemingsrisico's wordt gekeken. In het kader van dit onderzoek naar de zuivere objectrisico's geldt dat de wijze waarop de risico's in kaart worden gebracht, doorgaans plaatsvindt door middel van een *due diligence* onderzoek. Een *due diligence* onderzoek, in het kader van een vastgoedtransactie, waarover meer in hoofdstuk 3, is een *expert opinion* benadering. Deskundigen vanuit verschillende disciplines (juridisch, fiscaal, technisch, commercieel, milieukundig) brengen de eigenschappen van het object in kaart. Het gaat dan in het bijzonder om eigenschappen van het object die kunnen meebrengen dat het beoogde rendement van de investering niet wordt gehaald.

2.3.2 Het waarden van risico's

Het inschatten van de kans dat een risico zich verwezenlijkt, vindt doorgaans plaats in combinatie met het onderzoek naar de mogelijke schade (de kwantitatieve risicoanalyse). De kwantitatieve risicoanalyse kan zowel deterministisch als probabilistisch plaatsvinden. Bij een deterministische risicoanalyse wordt op basis van aannames een inschatting gemaakt van de waarschijnlijkheid dat het risico zich verwezenlijkt (al dan niet op basis van historische gegevens). Bij de probabilistische benadering wordt een gefundeerde berekening gemaakt aan de hand van a-priori kansverdelingen (Crow kennisinstituut, 2017).

Voorbeelden van deterministische kwantitatieve risicoanalyses zijn (Huysmans, 2011):

- Risk premium: de risico's van het project worden gekwantificeerd op basis van een vastgesteld percentage van de kosten van het project (post onvoorzien);
- Gevoeligheidsanalyse: aan de hand van de kosten en baten wordt beoordeeld wat de invloed is van een bepaalde variabele op het resultaat en wordt vastgesteld welke variabele het grootste effect heeft op het eindresultaat;
- Scenarioanalyse: op basis van doorgaans drie scenario's (pessimistisch, verwacht en optimistisch) wordt het exploitatieresultaat berekend;
- Risk mapping: de risico's worden gewaardeerd aan de hand van een numerieke waarde, door de kans van het risico te vermenigvuldigen met het gevolg van het risico.

Als voorbeeld van een probabilistische benadering kan worden genoemd de Monte-Carlo simulatie. De Monte-Carlo simulatie is een simulatietechniek waarbij een proces niet één keer

maar met gebruik van een computer vele malen wordt gesimuleerd, elke keer met een andere startconditie. Het resultaat van deze verzameling simulaties is een verdelingsfunctie die het hele gebied van mogelijke uitkomsten weergeeft. Op basis van die verdeling kan het meest waarschijnlijke scenario worden vastgesteld.

In het kader van een (juridisch) *due diligence* proces, worden risico's doorgaans gekwalificeerd door de ernst het risico aan te geven (high, medium, low). Juridische adviseurs zijn voorzichtig met het geven van (subjectieve) inschattingen over de kans dat het risico zich verwezenlijkt. Er is in de regel geen historische data voor handen waarop deze inschatting kan worden gemaakt.

2.4 Risicomanagement

Wanneer een risico is geïdentificeerd, de mogelijke schade is vastgesteld en een inschatting is gemaakt van de kans dat het risico zich verwezenlijkt, dient de afweging te worden gemaakt of het risico aanvaardbaar is. Wanneer een risico niet aanvaardbaar is, moeten er risico reducerende maatregelen worden genomen. De literatuur over risicomanagement is uitgebreid en centreert zich over het algemeen rondom een relatief generalistische aanpak.

2.4.1. Risico reducerende maatregelen

Er zijn in de literatuur vier manieren te onderscheiden hoe met risico kan worden omgegaan (Van Gool et al, 2013):

- Vermijden;
- Verminderen;
- Overdragen;
- Aanvaarden.

De wijze waarop met het risico moet worden omgegaan, wordt volgens de literatuur bepaald aan de hand van de waarschijnlijkheid dat het risico zich voordoet en de gevolgen wanneer het risico zich verwezenlijkt (Braam, 2003).

In onderstaande tabel is de relatie tussen de risico-omvang en risicokans weergegeven:

	RISICO-OMVANG	
RISICOKANS	<i>Klein</i>	<i>Groot</i>
<i>Klein</i>	Zelf dragen	Overdragen
<i>Groot</i>	Verminderen	Vermijden

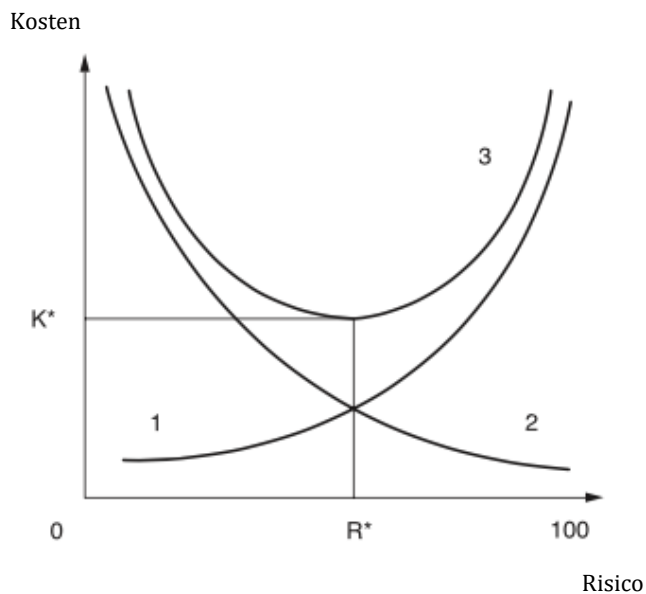
Figuur IV Risicomatrix

Bron: Braam (2003)

Naarmate de risico-omvang groter wordt, wordt het belang groter om het risico af te wentelen, dan wel door het risico over te dragen dan wel door het risico te mijden.

2.4.2 De kosten van risico reducerende maatregelen

Aan het nemen van maatregelen zijn in de regel kosten verbonden (zoals het verzekeren van een risico). Aan de hand van een kosten-batenanalyse zal daarom een afweging moeten worden gemaakt tussen de kosten van het nemen van maatregelen en de opbrengst van de maatregel. Er zal aldus gezocht moeten worden naar een evenwicht tussen kostenbesparingen (door het niet nemen van maatregelen) en het aanvaarden van een zeker risico. In onderstaande Figuur V is dit evenwicht grafisch weergegeven, waarbij het snijpunt van K^* en R^* de optimale keuze weergeeft.



Lijn 1 = kosten van het nemen van risicoreducerende maatregelen

Lijn 2 = verwacht verlies wanneer risico's zich verwezenlijken (ondanks getroffen maatregelen)

Lijn 3 = de som van de kosten van het nemen van maatregelen en kosten die ontstaan doordat niet alle risico's zijn gedekt.

Figuur V Kosten-risico grafiek

Bron: Braam (2003)

Er moet worden opgemerkt dat in het geval van zuivere risico's, er geen sprake is van baten wanneer risico reducerende maatregelen worden genomen. Er is uitsluitend sprake van een beperking van een mogelijk verlies. De kosten van de maatregelen dienen bij zuivere risico's dus afgezet te worden tegen de hoogte van de schade indien het risico zich verwezenlijkt.

2.5 Het verzekeren van risico's

Het verzekeren van een risico is een methode om een risico over te dragen. Door een verzekering af te sluiten wordt de toekomstige onzekerheid over een risico ingeruild voor actuele zekerheid. Zoals hierboven reeds is opgemerkt, zijn kosten verbonden aan het nemen van maatregelen. In het geval van een verzekering bestaan die kosten uit de premie die aan de verzekeraar moet worden betaald. Feitelijk ruilt een verzekerde het risico van een toekomstig groot verlies (de schade) in voor een onmiddellijk en zeker klein verlies (de premie).

2.5.1 De verwachtnutshypothese

De reden dat mensen bereid zijn om een verzekering af te sluiten, kan worden verklaard aan de hand van de verwachte nutshypothese van Danielle Bernouilli (Rabin, 2000).

Als voorbeeld geven we de volgende situatie waarin een risico met een kans van 10% leidt tot een verlies van EUR 100,-. Zonder een verzekering is de verwachte schade van de persoon in kwestie als volgt:

Verlies	Kans	Verwachte schade
0	0,9	0
100	0,1	10
		10

Figuur VI Tabel verwachte schade I

Indien er een verzekeraar op de markt verschijnt, die bereid is het risico op verlies van EUR 100,- te verzekeren tegen betaling van een premie van EUR 10,- en de persoon sluit een dergelijke premie af, ziet de positie van de verzekerde er als volgt uit:

Verlies	Kans	Verwachte schade
10	1	10

Figuur VII Tabel verwachte schade II

Wanneer de persoon geen verzekering afsluit, is zijn kapitaal gelijk aan zijn oorspronkelijke kapitaal (K) minus de verwachte schade ($K-10$). Indien de persoon besluit om wel de verzekering af te sluiten, is zijn kapitaal ook $K-10$ omdat de premie die betaald moet worden gelijk is aan 10. Puur wiskundig (verwachte waarde criterium) maakt het voor een persoon in voornoemde situatie niet uit of hij zich verzekert omdat de verwachte schade in beide situaties gelijk is. Volgens het verwachte waarde criterium zal een persoon zich pas verzekeren, wanneer de premie lager is dan de verwachte schade.

De praktijk werkt echter anders. Uit de verwachtenutshypothese blijkt dat mensen liever meer geld hebben dan minder, om dat geld te kunnen aanwenden voor zaken die hun behoeften bevredigen (Rabin, 2000). Mensen gebruiken geld om eerst hun primaire behoeften te bevredigen (eten, drinken, onderdak etc.) en spenderen het geld dat overblijft aan zaken die steeds minder nut hebben. Volgens de rationele keuzetheorie kiest een individu voor de handeling die het meest efficiënt is en maximaal bijdraagt aan het bereiken van het doel (nutsmaximalisatie). Wanneer mensen schade lijden en daardoor het vermogen daalt, dan gaat dit ten koste van nut. De aantasting van het nut is groter dan de omvang van de schade zelf omdat naarmate er meer geld verloren gaat, steeds belangrijkere nutsbehoeften niet kunnen worden bevredigd (Visscher, 2006). Personen lopen liever een grotere kans op een kleinere schade, dan een kleinere kans op een grote schade (ook als de verwachte schade (risico x kans) hetzelfde is). Mensen zijn aldus risico-avers.

Verzekeringsmaatschappijen bestaan bij de gratie van risico-aversie. Verzekeringsmaatschappijen vervangen onzekerheid door zekerheid. Wanneer een persoon een risico loopt van 10% op een schade van 100 is de verwachte schade dus 10. De verzekeringspremie die overeenkomt met de verwachte schade wordt de actuariële premie genoemd. Het gevolg van de verwachtenutshypothese is dat personen bereid zijn (aanzienlijk) meer te betalen dan de actuariële premie om het risico af te dekken (De Pril, Dhaene & Simon, 1999). Verzekeringsmaatschappijen gebruiken deze extra toeslag om kosten te dekken en winst te maken. Verzekeringsmaatschappijen dekken hun risico zo goed mogelijk af door soortgelijke verzekeringen (risico's) in een pool te brengen (Visscher, 2006). De schade die de enkelen lijden worden vergoed uit de ontvangen premies van alle verzekering in de pool. Door het samenbrengen van een groot aantal vergelijkbare risico's wordt het gemiddelde verlies voorspelbaar voor de groep als geheel (wet van de grote aantallen).

2.5.2. Prospect Theory

De verwachtenutshypothese gaat ervan uit dat mensen rationeel handelen en altijd kiezen voor de optie met het hoogste verwachte nut. Kahneman & Taversky (1979) hebben in hun *Prospect Theory* aangetoond dat mensen op het gebied van het nemen van risico niet volledig rationeel handelen. Kahneman & Taversky concluderen dat mensen op de volgende vlakken juist risicovol en onzekere keuzes maken (Guthrie, 2003):

- 1) Risicogedrag wordt beïnvloed door zogenoemd framing-effecten: door informatie in termen van winst of verlies te presenteren, wordt risicomijdend of risiconemend gedrag uitgelokt (Baarspul, 2007). Wanneer mensen een keuze hebben die winst oplevert ten opzichte van de huidige situatie, dan zijn mensen risico-avers. Terwijl bij een keuze op verlies, mensen geneigd zijn het risico op te zoeken. Als voorbeeld, mensen kiezen liever een zekere prijs van EUR 1.000,- dan een kans van 50% op een prijs van EUR 2.000,-, maar kiezen eerder voor een 50% kans op een boete van EUR 2.000,- dan een zekere boete van EUR 1.000,-.
- 2) De risicovoorkeuren van mensen worden omgekeerd wanneer ze te maken krijgen met kleine kansen op winst dan wel kleine kansen op verlies. Mensen worden risico zoekend in geval van een kleine kans op winst (denk aan de loterij) en worden risico-avers in het geval van een kleine kans op verlies (denk aan oververzekeren).
- 3) Mensen hechten meer waarde aan verlies dan aan een winst van dezelfde grootte. Met andere worden er wordt zwaarder getild aan een verlies van EUR 1.000,- dan aan winst van EUR 1.000,-.
- 4) Mensen hechten bijzondere waarde aan zekerheid. Mensen kiezen zekerheid boven een meer dan waarschijnlijke situatie. Als voorbeeld, mensen kiezen eerder een definitieve reis van 1 week door Frankrijk, dan een 50% kans op een reis van 3 weken door Frankrijk, Spanje en Italië, terwijl wanneer de keuze is 5% kans op de reis van 3 weken en 10% op de reis van 1 week, de voorkeur uit gaat naar de reis van 3 weken.

Kortom, de keuzes die worden gemaakt ten aanzien van risico's zijn volledig rationeel en worden in sterke mate beïnvloed door subjectieve, contextafhankelijke factoren.

2.6 Conclusie

Er zijn verschillende definities van risico. Risico's onderscheiden zich van onzekerheden, doordat er een uitspraak gedaan kan worden over de kans dat het risico zich voordoet. Risico's moeten worden beschouwd ten opzichte van een bepaald doel. In het kader van dit onderzoek naar objectrisico's bij vastgoedacquisities kan risico worden aangemerkt als een omstandigheid die leidt tot een negatieve afwijking van de rendementseis. Objectrisico's zijn zuivere risico's met slechts kans op verlies in tegenstelling tot het speculatieve ondernemersrisico waar zowel kans is op winst als verlies.

Het waarden van risico 's bestaat uit drie elementen: (i) het identificeren van risico's, (ii) het inschatten van de kans dat het risico zich verwezenlijkt en (iii) vaststellen van de mogelijke

schade. Bij vastgoedtransactie worden de zuivere objectrisico's geïdentificeerd en gekwalificeerd door middel van een *due diligence* onderzoek.

Er zijn vier manieren om met risico om te gaan: (i) accepteren, (ii) verminderen, (iii) overdragen en (iv) vermijden. Het verzekeren van een risico is een methode om een risico over te dragen. De reden dat mensen risico's verzekeren, kan worden verklaard aan de hand van de verwachtnutshypothese. Risico's bedreigen het vermogen en daarmee de nutsvoorziening. Mensen zijn bereid om tegen een beperkte vergoeding in de vorm van de premie, een groot risico op nutsverlies af te dekken. Volgens de *Prospect Theory* ervaren mensen risico (op zowel winst als verlies) subjectief. Mensen zijn in sterke mate risico en verlies avers.

Hoofdstuk 3 Juridische risico's bij vastgoedtransacties

3.1 Inleiding

Dit hoofdstuk 3 richt zich op de risico's die een koper in het kader van een aankoop van commercieel onroerend goed wil identificeren om vaststellen of het object kan worden gebruikt voor het doel dat koper voor ogen heeft (belegging, ontwikkeling etc.) en welke kosten aan de

eigendom van het object zijn verbonden. Deze risico hebben wij eerder in dit onderzoek gedefinieerd als objectrisico's. In dit hoofdstuk zal allereerst kort stil worden gestaan bij de wijze waarop de risico's bij een vastgoedtransactie zo veel als mogelijk worden vastgesteld door middel van het zogenaamde *due diligence* onderzoek en welke risico's onderscheiden kunnen worden. Vervolgens zal worden toegelicht hoe de wet de risico's verdeelt tussen verkoper en koper. In het verlengde hiervan zal ter sprake komen hoe deze risico's bij commerciële vastgoedtransacties – in afwijking van de wet - worden verdeeld. In het bijzonder zal daarbij aandacht worden besteed aan de zogenaamde *as is where is* transactie, die in de huidige markt de basis vormt voor het merendeel van de vastgoedtransacties in Nederland.

De onderzoeksvragen die in dit hoofdstuk ter sprake komen zijn:

- 1) Welke objectgebonden risico's kunnen zich voordoen bij de aankoop van commercieel vastgoed?
- 2) Hoe worden de objectrisico's in de huidige markt tussen verkoper en koper verdeeld?

3.2 Het inventariseren van juridische risico's – due diligence

3.2.1 Inleiding

Wanneer een professionele verkoper en professionele koper de intentie hebben om tot koop en verkoop van commercieel vastgoed over te gaan, voltrekt de transactie zich doorgaans volgens een vast stramien. Na een (al dan niet gestructureerde) biedingsfase, sluiten verkoper en koper een intentieovereenkomst (veelal aangeduid als LoI (*Letter of Intent*) of HoT (*Heads of Terms*)). In deze overeenkomst worden de belangrijkste kenmerken van de transactie (partijen, object, koopsom, huurstream, tijdslijn, leveringsdatum) vastgelegd (Brink, 2011). Voordat partijen tot ondertekening van de koopovereenkomst overgaan, krijgt koper de mogelijkheid gedurende een periode van een aantal weken (2 tot 8), de kans om het vastgoed te onderzoeken door middel van een *due diligence* onderzoek (Van Gool et al., 2013). In de regel krijgt koper toegang tot een digitale *data room*, waarin verkoper alle informatie opneemt, die hij voor handen heeft ten aanzien van het vastgoed en die mogelijk relevant is voor de koper om zich een beeld te kunnen vormen van het object. Het onderzoek van de koper beperkt zich niet tot uitsluitend het beoordelen van de ter beschikking gestelde informatie, ook krijgt koper de kans om aan verkoper vragen te stellen en het object te bezoeken.

3.2.2 Due diligence

De term *due diligence* is afkomstig uit de Amerikaanse financiële wereld en is als het gevolg van het vrije verkeer van kapitaal naar de rest van de wereld overgewaaid (Brink, 2011). De woorden *due diligence* betekenen in het Nederlands letterlijk *verschuldigde zorgvuldigheid*. Het element van

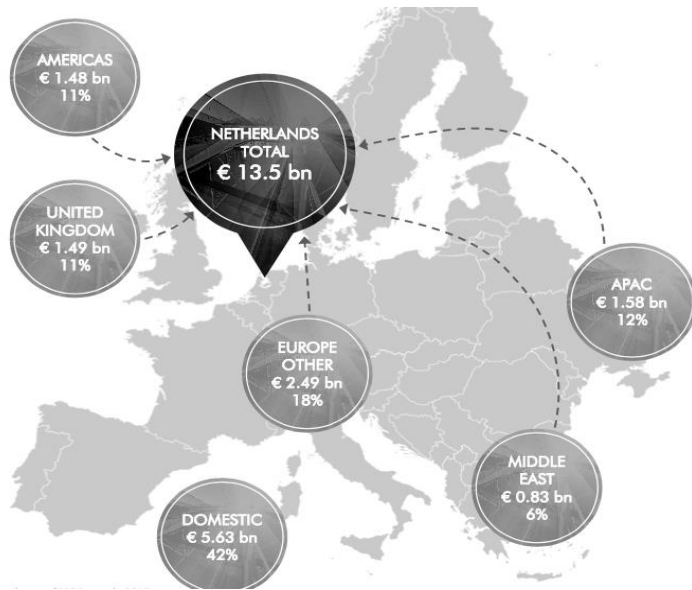
verschuldigheid geeft aan dat er op de onderzoeker een zekere plicht rust om het onderzoek uit te voeren. Met andere woorden, de onderzoeker kan zich achteraf niet verschuilen achter het feit dat de zaken anders blijken te zijn dan voorgesteld wanneer daar geen adequaat onderzoek naar is gedaan.

De term *due diligence* is met name bekend uit de fusie- en overnamepraktijk. De term wordt gebruikt om het onderzoek aan te duiden dat plaatsvindt naar een bepaald bedrijf bij beursintroductions, fusies, overnames, deelnemingen en leningsarrangementen (Brink, 2011). Het doel van het onderzoek, dat in het Nederlands ook weleens boekenonderzoek wordt genoemd, is om een risicoanalyse te maken van het onderwerp van de transactie. Populair gezegd wordt er gekeken of er nog “*lijken in de kast*” zitten. Lajoud & Elson (2000) definiëren het onderzoek als volgt: “*The basis function of M&A due diligence, then, is to assess the benefits and liabilities of a proposed acquisition by inquiring into all relevant aspect of the past, present and predictable future of the business to be purchased*”.

De term *due diligence* wordt tegenwoordig veel breder gebruikt. Zo worden door de hogere eisen, die er tegenwoordig worden gesteld aan integere bedrijfsvoering, steeds vaker *customer due diligences* uitgevoerd naar (potentiële) zakelijke relaties (Brack, 2009). Hoe de term ook wordt gebruikt, de term heeft in de regel betrekking op een onderzoek dat een persoon of bedrijf uitvoert om zich ervan te vergewissen dat bepaalde verwachtingen of aannames omtrent een object of persoon juist zijn. Daarnaast dient het onderzoek ertoe om (potentiele) risico's te identificeren die maken dat het onderwerp van het onderzoek niet geschikt is voor een bepaald doel.

3.2.3 Vastgoed due diligence

De term *due diligence* onderzoek heeft via de fusie- en overnamepraktijk en als het gevolg van de internationalisering van de vastgoedmarkt ook zijn intrede gedaan in de Nederlandse vastgoedpraktijk. De Nederlandse vastgoedmarkt is de afgelopen decennia sterk geïnternationaliseerd. Die trend is al enige tijd geleden ingezet, maar heeft de afgelopen jaren een absolute vlucht genomen. Het planbureau voor de leefomgeving (PBL) en Deloitte Real Estate hebben in 2016 een onderzoek gedaan naar de vastgoedtransacties op de Nederlandse markt in de periode 2009 tot en met 2015 en concludeerden dat het aandeel van buitenlandse partijen sterk is toegenomen (2016). Die lijn lijkt zich na 2015 te hebben doorgetrokken. CBRE (2017) concludeerde dat van het totale transactievolume in 2016 58% van het kapitaal afkomstig was van buitenlandse beleggers. Cushman & Wakefield komt zelfs tot een percentage van 65% over de eerste helft van 2017 (Vastgoedmarkt, 2017).



Figuur VIII Overzicht van internationaal kapitaal bij Nederlandse vastgoedbeleggingen in 2016

Bron: CBRE

De verschillende internationale investeerders brengen hun eigen gebruiken en cultuur mee naar Nederlandse markt (Brink, 2011). Dit verklaart ook dat de term *due diligence* haar intrede heeft gedaan in de Nederlandse vastgoedmarkt. Tegelijkertijd is het onderzoek dat tegenwoordig door institutionele beleggers wordt gedaan alvorens het wordt aangekocht een stuk professioneler dan een aantal jaren geleden het geval is en kan dat onderzoek met recht een *due diligence* worden genoemd. De professionalisering van dat proces heeft een aantal oorzaken:

- De Nederlandse (institutionele) vastgoedsector heeft in de afgelopen decennia te maken gehad met een aantal misstanden waaruit naar voren kwam dat er binnen de branche (net zoals in aantal andere sectoren) onvoldoende aandacht was voor fraude- en risicobeheer (IVBN, 2011). Deze misstanden hebben tot gevolg gehad dat er meer aandacht is gekomen voor risicomanagement en processen meer zijn gestructureerd, waaronder de aankoop van vastgoed. De tijd dat er op de achtergrond van een sigarendoos een haalbaarheidsanalyse werd gedaan is – in ieder bij geval institutionele beleggers – voorbij.
- De crisis en de globalisering hebben er voor gezorgd dat er meer partijen op de Nederlandse vastgoedmarkt zijn gekomen, die op een bijzondere professionele en doordachte wijze te werk gaan en veelal afkomstig zijn uit Angelsaksische landen. Als voorbeeld geldt dat *private equity* investeerders, die in de crisis op grote schaal vastgoed en leningen hebben opgekocht (Financieel Dagblad, 2015). Private equity investeerders hebben een beperkte beleggingshorizon. Het vastgoed wordt aangekocht om het naar een beperkt aantal jaren weer te verkopen. Die strategie brengt mee dat er heel nauwkeurig en zeer cijfermatig naar vastgoed wordt gekeken om vast te stellen of de beoogde *exit*

gerealiseerd kan worden. Daarvoor is een uitgebreid *due diligence* onderzoek noodzakelijk.

- De opkomst van de buitenlandse beleggers op de Nederlandse markt heeft er ook voor gezorgd dat de transactiedocumentatie veel meer een Angelsaksische inslag heeft gekregen, in het bijzonder ten aanzien van het '*as is where is*' principe, dat later in dit hoofdstuk wordt besproken. Het risico van eventuele gebreken aan een object, is in vergaande mate bij koper komen te liggen. Koper moet het vastgoed op de dag van levering accepteren in de feitelijke staat. Die risicoverschuiving brengt mee dat koper genoodzaakt is het object zorgvuldig te onderzoeken alvorens zich tot de koop te committeren.

3.2.2 *Het doel en onderwerp van een vastgoed due diligence*

Het doel van het *due diligence* onderzoek bij een vastgoedtransactie is om de aannames die koper heeft gedaan bij de initieel geboden koopsom op juistheid te verifiëren en vaststellen of er omstandigheden zijn die maken dat het voorgestelde rendement niet gerealiseerd kan worden, althans niet zonder aanpassing van de koopsom. In de intentieovereenkomst is doorgaans bepaald dat wanneer het *due diligence* onderzoek niet naar tevredenheid is van koper, het koper vrijstaat de onderhandelingen af te breken. Dat recht geeft koper ook de mogelijkheid om te heronderhandelen over de prijs wanneer er in het *due diligence* materiële risico's naar voren zijn gekomen.

Het *due diligence* onderzoek van een koper naar het vastgoed bestaat doorgaans uit de volgende elementen, die elk door een specialist op dat vlak worden uitgevoerd (Van Gool, Jager, Theebe, Weisz, 2013):

- Een technisch en milieukundig *due diligence*;
- Een commercieel *due diligence*;
- Een juridisch *due diligence*; en
- Een fiscaal *due diligence*.

Bij een technisch en milieukundig *due diligence* wordt de bouwkundige staat van het verkochte en de grond waarop het object is gerealiseerd, onderzocht. In het bijzonder wordt daarbij aandacht besteed aan:

- De staat van onderhoud van het object;

- De vraag of het object voldoet aan de geldende regelgeving zoals bouwkundige eisen, eisen ten aanzien van brandveiligheid en mechanische eisen (o.a. Bouwbesluit, Woningwet);
- De aanwezigheid van schadelijke stoffen zowel in het gebouw (bijvoorbeeld asbest of legionella) als in de bodem (olietanks); en
- Het metrage van het object (gemeten via de geldende NEN-normering) met het oog op de te realiseren huurinkomsten.

Bij het commercieel *due diligence* staat de vraag centraal of het door de belegger beoogde rendement verwezenlijkt kan worden. Daarbij zal onderzoek gedaan naar de huurovereenkomsten en de verwachte *cash flow* die daarmee wordt gerealiseerd. Ook zullen daarbij marktontwikkelingen in ogenschouw worden genomen.

Het juridisch *due diligence* bestrijkt doorgaans drie terreinen: (i) titelonderzoek, (ii) huuronderzoek en (iii) een bestuursrechtelijk onderzoek.

Titelonderzoek

Het titelonderzoek richt zich op het eigendomsrecht en de beperkte rechten die betrekking hebben op dat eigendomsrecht. Het onderzoek vindt plaats door middel van het raadplegen van de in de openbare registers (het Kadaster) beschikbare informatie. Daarbij zal onder meer gekeken worden naar:

- eigendomsakte;
- hypotheekakte;
- erfdienstbaarheden;
- beperkte rechten;
- erfpachtvoorwaarden;
- bijzondere lasten en verplichtingen; en
- zakelijke lasten;

Huuronderzoek

Het huuronderzoek richt op het analyseren van de huurovereenkomsten. In tegenstelling tot het commerciële *due diligence* gaat het daarbij niet zo zeer om de huurstream, maar richt het zich op de andere rechten en verplichtingen die in de overeenkomsten zijn vastgelegd. In het bijzonder wordt gekeken naar:

- Huurtermijnen;

- Huurindexatie;
- Huurprijsherzieningen;
- Voorkeursrechten;
- Toestemming onderhuur;
- Servicekosten;
- Toegestaan gebruik;
- Incentives (o.a. huurvrije perioden, investeringsbijdragen); en
- Zekerheidsrechten (bankgarantie, concerngaranties, waarborgsommen).

Bestuursrechtelijk onderzoek

Bij het bestuursrechtelijke onderzoek richt de aandacht zich onder meer op de vraag of het huidige gebruik van het vastgoed in overeenstemming is met de bestemming zoals die voortvloeit uit het bestemmingsplan. Ook wordt gekeken of alle benodigde vergunningen zijn verleend zoals de bouwvergunning en eventuele vergunningen die nodig zijn voor het gebruik van bepaalde installaties en wordt er gekeken of er aanschrijvingen zijn of tegen de eigenaar gerichte besluiten in relatie tot het vastgoed.

Tot slot wordt in het fiscaal onderzoek gekeken of er mogelijke BTW herzieningstermijnen op het vastgoed van toepassing zijn en de vraag of de huurders als dan niet BTW belaste prestaties verrichten. Daarbij zal ook worden gekeken of er in de huurovereenkomsten op de juiste wijze voor een BTW belaste verhuur is gechopt.

Een belangrijk onderdeel van het *due diligence* onderzoek is dat de resultaten vanuit de verschillende disciplines met elkaar worden verbonden. Zo kunnen de resultaten van een onderzoek naar de staat van de bodem tot bestuursrechtelijke risico's leiden wanneer verontreiniging is aangetroffen.

De mogelijke risico's die zich bij de aankoop van commercieel vastgoed kunnen voordoen, zijn divers en talrijk. In het boek *Risico-identificatie bij locatie-ontwikkeling* hebben Hobma & Koolwijk (2013) een opsomming gegeven van vastgoed gebonden risico's die zich kunnen voordoen bij locatie-ontwikkeling. Zij komen tot een opsomming van 22 risico's. Een aantal van deze risico's hebben specifiek betrekking op de ontwikkeling van nieuw vastgoed, maar een aantal geldt ook in het kader van de aankoop van bestaand vastgoed:

- De aanwezigheid van asbest;

- De aanwijzing van een gebouw als beschermd monument waardoor een herontwikkeling of renovatie van het pand niet mogelijk is of slechts na ontvangst van een vergunning;
- Beslag op de onroerende zaak door een schuldeiser van de verkoper waardoor de levering moet worden uitgesteld of geen doorgang kan vinden;
- Bodemverontreiniging;
- Erfdienstbaarheden of kwalitatieve verplichtingen die maken dat ten behoeve van een ander perceel bepaalde rechten op het verkochte moeten worden geduld of verplichtingen gelden;
- Kooptie of voorkeursrechten die maken dat het verkochte (eerst) aan derden te koop moet worden aangeboden;
- Via het bestemmingsplan of via een bouwverordening kan er een minimum of maximum gelden ten aanzien van het aantal parkeerplaatsen dat op het perceel aanwezig moet zijn. In de praktijk blijkt dat deze normen niet altijd zorgvuldig in acht worden genomen. Ook komt het geregeld voor dat parkeerplaatsen van derden worden gehuurd om aan deze norm te voldoen en is het de vraag of de huurovereenkomst door de koper kan worden voortgezet.

Aan deze opsomming van Hobma & Koolwijk kunnen als voorbeelden worden toegevoegd:

- Slechte staat van onderhoud waardoor op korte termijn investeringen noodzakelijk zijn;
- Ontbrekende onderhoudsrapporten of logboeken;
- Legionella;
- Oude hypotheeken die nog op het verkochte zijn gevestigd;
- Overbouw (het bouwen over de erfgrans);
- De omvang van het gebouw of het gebruik daarvan is niet in overeenstemming met de erfpachtvoorwaarden;
- Ontbrekende bankgaranties die door huurders moeten worden gesteld;
- Ontbrekende opleverrapporten waardoor onduidelijk is in welke staat het gehuurde bij het einde van de huurovereenkomst door huurder moet worden opgeleverd;
- Incentives (huurkortingen, investeringsbijdragen) die pas na overdracht door de nieuwe eigenaar verschuldigd worden;
- Het gebruik van de huurder dat niet in overeenstemming is met de huurovereenkomst, de erfpachtvoorwaarden en/of het bestemmingsplan;
- Huurachterstanden;
- Servicekostengeschillen of servicekostenafrekeningen die nog moeten plaatsvinden.

Hieronder worden aantal voorbeelden gegeven uit de rechtspraak waarbij koper na overdracht van het beleggingsvastgoed kennis nam van gebreken of eigenschappen van het verkochte die hem ten tijde van het sluiten van de koopovereenkomst niet bekend waren en waarvoor koper verkoper aansprakelijk hield.

- Koper kwam er na overdracht van een parkeergarage die als beleggingsobject was aangekocht achter dat er meer parkeerplaatsen in gebruik waren gegeven dan er in de garage aanwezig waren. Koper stelde zich op het standpunt dat hij er op grond van de koopovereenkomst van uit mocht gaan dat er 349 parkeerplaatsen aanwezig zouden zijn in plaats van de daadwerkelijke 297 (ECLI:NL:GHAMS:2010:BO7578, 9 november).
- Koper kwam er na overdracht van een winkelcentrum achter dat een van de huurders in financiële moeilijkheden zat en de huur niet kon opbrengen. Verkoper was voor het sluiten van de koopovereenkomst hiervan op de hoogte en heeft huurder zelfs verschillende kortingen aangeboden. Verkoper had koper hiervan niet op de hoogte gesteld (ECLI:NL:GHAMS: (200.194.091), 17 oktober).
- Koper koopt een stuk grond waarop koper een vastgoedcomplex bestaande uit woningen, winkel en parkeergarage wil realiseren. Koper komt er na het tekenen van de koopovereenkomst achter dat (i) in de grond naast de verkochte percelen leidingen en kabels van nutsbedrijven lopen welke verlegd moeten worden, (ii) dat er een vluchtweg van de naastgelegen supermarkt over de verkochte kavel loopt en (iii) dat na het sluiten van de koopovereenkomst beslag is gelegd op het verkochte (ECLI:NL:GHARL:2014:367, 21 januari).
- Koper koopt een groot bungalowpark dat na overdracht grootschalig gerenoveerd en ontwikkeld zou worden. Koper was bekend met de aanwezigheid van asbest, maar komt er na overdracht achter dat veel meer asbest aanwezig is dan aanvankelijk gedacht (ECLI:NL:HR:2009:BG8788, 20 maart).

3.3 Het kwantificeren van juridische risico's

Bij de kwantificatie van juridische risico's moet een onderscheid worden gemaakt tussen risico's die voor het sluiten van de koopovereenkomst worden geïdentificeerd in het door koper uitgevoerde *due diligence* onderzoek, en niet geïdentificeerde risico's.

In het vorige hoofdstuk is aan bod gekomen dat er vier manieren zijn waarop met risico kan worden omgegaan afhankelijk van de risicokans en de risico-omvang (accepteren, verminderen, overdragen, vermijden). Wanneer een *due diligence* onderzoek bepaalde risico's worden

geïdentificeerd, zal een koper trachten deze risico's (al dan niet gedeeltelijk) over te dragen aan de verkoper (althans ze daar te laten). Risico's kunnen worden afgewenteld op de verkoper door de koopsom te verminderen met (een gedeelte van) de gekwalificeerde waarde van het risico, dan wel de aansprakelijkheid bij verkoper te laten door een vrijwaring in de koopovereenkomst op te nemen. De verkoper draait dan op voor de kosten, indien het risico zich verwezenlijkt. Wanneer verkoper en koper geen overeenstemming bereiken over de verdeling van het risico, zal de transactie hoogstwaarschijnlijk niet totstandkomen.

In feite zijn in het *due diligence* onderzoek geïdentificeerde risico's, zoals een pand dat zonder vergunning is gebouwd of achterstallig onderhoud, geen zuivere risico's, maar zijn het eigenschappen van het object waarmee koper niet eerder mee bekend was. Koper heeft een bepaald rendement voor ogen en zal de eigenschappen die tijdens het *due diligence* onderzoek worden geïdentificeerd mee moeten nemen in de hoogte van de koopsom die koper wil betalen. Zo lang de eigenschappen van het object, die mogelijk een negatief effect hebben op het rendement, worden meegenomen in de prijsvorming, loopt koper geen risico.

Een objectgebonden risico is pas een risico wanneer koper daar bij het tekenen van de koopovereenkomst geen kennis van heeft genomen en dus niet heeft meegenomen bij de prijsvorming. Pas dan kan zich een scenario voordoen waarin een beoogd rendement niet wordt gehaald omdat koper met onverwachte kosten wordt geconfronteerd.

3.4 Onbekende objectrisico's en de aansprakelijkheid van verkoper

Wanneer zich na overdracht van het vastgoed niet eerder door koper geïdentificeerde risico's in verband met het vastgoed openbaren, dan geldt als uitgangspunt dat dit voor rekening komt van de koper. De wet bepaalt dat een verkochte zaak vanaf het moment van aflevering voor risico van koper is (7:10 BW). Dit is slechts anders wanneer koper op grond van de overeenkomst of op grond van de wet erop mocht vertrouwen dat dergelijke risico's niet aanwezig zouden zijn.

In deze paragraaf wordt besproken wanneer een verkoper op grond van de wet aansprakelijk is voor gebreken die pas na overdracht van het vastgoed (bij koper) bekend worden. De wettelijke regels hieromtrent zijn van regeland recht. Partijen kunnen van een van de wet afwijkende regeling overeengekomen, zoals in de praktijk gebeurt in vorm van de *as is where is* koopovereenkomst.

3.4.1 De wettelijke koopregeling

De wet bepaalt dat een verkoper ervoor moet in staan dat de zaak die aan een koper wordt geleverd beantwoordt aan de koopovereenkomst. Wanneer de geleverde zaak niet aan de overeenkomst beantwoordt is er sprake van non-conformiteit. Het gaat dan in beginsel om de feitelijke eigenschappen van het verkochte, zoals de bouwkundige en technische toestand van de zaak of de toestand van de bodem (Heyman & Bartels, 2012). Bij non-conformiteit moet in eerste instantie worden gedacht aan de feitelijke gebruiksmogelijkheden, maar het kan ook om immateriële eigenschappen gaan (zo is het denkbaar dat een gebouw dat is verkocht als een Rem Koolhaas ontwerp non-conform wanneer dat achteraf niet zo blijkt te zijn). Wanneer een gebrek niet in de weg staat aan de gebruiksmogelijkheden, kan de zaak non-conform zijn wanneer koper niet hoefde te verwachten dat een dergelijk gebrek zich zou voordoen, bijvoorbeeld door de inhoud van de overeenkomst of de mededelingen van de verkoper op dat punt (Tjittes, 2015).

Wat koper ten aanzien van het vastgoed mag verwachten, is een open norm en wordt beantwoord aan de hand van alle omstandigheden van het geval (Reehuis, W.H.M. & Slob, E.E., 1990). Daarvoor is niet alleen de tekst van de overeenkomst maatgevend (garanties en verklaringen), ook spelen de omstandigheden van het geval een rol. De wet noemt de mededelingen van de verkoper en de aard van de zaak als bepalend voor de verwachtingen van de koper, maar het is een volledig open norm die door tal van omstandigheden kan worden bepaald (Valk, 2009).

De wet objectiviert de open norm van de gerechtvaardigde verwachtingen in die zin dat koper mag verwachten dat het verkochte de eigenschappen bezit die nodig zijn voor (7:17 lid 2 BW):

- 1) een normaal gebruik en waarvan de koper de afwezigheid niet hoefde te betwijfelen; en
- 2) een bijzonder gebruik dat bij de overeenkomst is voorzien.

De wet kent verder een bijzonder regeling ten aanzien van bijzondere lasten en beperkingen die op het verkochte rusten (7:15 BW). Het gaat dan om rechtsgebreken, zoals zakelijke rechten van derden of beperkingen voortvloeiende uit een overeenkomst zoals huur of kwalitatieve verplichtingen (Nieuwenhuis, Stolker, Valk & Wissink, 2011). De wet bepaalt dat verkoper verplicht is het verkochte over te dragen vrij van dergelijke bijzondere lasten en beperkingen met uitzondering van die welke koper nadrukkelijk heeft aanvaard. Wanneer na overdracht blijkt dat er ten tijde van de overdracht bijzondere lasten of beperkingen rusten, is het aan verkoper om te tonen dat deze door koper zijn geaccepteerd. Als verkoper dat niet kan, is verkoper daarvoor aansprakelijk.

3.4.2 De onderzoeksplicht van de koper

De wet bepaalt dat een koper zich er niet op kan beroepen dat het verkochte niet aan de overeenkomst beantwoordt, wanneer dit hem ten tijde van het sluiten van de overeenkomst bekend was *dan wel bekend had kunnen zijn* (artikel 7:17 lid 5). De laatste toevoeging geeft aan dat wanneer het gaat om de eigenschappen van het verkochte, van koper een bepaalde vorm van onderzoek wordt verwacht (*due diligence*). In hoeverre en welk onderzoek van koper kan worden verwacht hangt van de omstandigheden van het geval, maar in ieder geval geldt dat naarmate de koper professioneler is er eerder sprake zal zijn van een gebrek dat koper had behoren te kennen en wat dus in de verhouding verkoper-koper voor rekening van koper komt (Hockx, 2007/2008). Wanneer een professionele koper nalaat om bij de aankoop van commercieel vastgoed een uitvoering onderzoek te doen in de vorm van een *due diligence* onderzoek (of dat onderzoek is niet op de juiste wijze uitgevoerd), dan zullen later ontdekte gebreken eerder voor risico van koper komen.

Op 22 december 1995 heeft de Hoge Raad een belangrijk arrest gewezen dat ziet op de verhouding tussen de mededelingsplicht van de verkoper en de onderzoeksplicht van de koper wanneer koper aan de hand van adviseurs een *due diligence* onderzoek heeft uitgevoerd naar het verkochte (ECLI:NL:HR:1995:ZC1930, 22 december). Het arrest staat bekend als het Hoog-Catherijne arrest. In die casus speelde het volgende. Verkoper verkocht het Hoog-Catherijne complex aan koper door middel van een activa-passiva transactie. In de koopovereenkomst had verkoper gegarandeerd dat de definitieve balans een getrouw beeld gaf van de samenstelling en grootte van het vermogen van de vennootschap. Verder was gegarandeerd dat verkoper aan koper alle informatie had verstrekt die voor koper van belang kon zijn bij de beoordeling van de waarde van de onderneming. Na overdracht werd het koper duidelijk dat de gemeente Utrecht twee leningen aan de vennootschap had verstrekt. De annuïteiten van de lening werden als onderdeel van de erfpachtcanon aan de gemeente Utrecht (terug) betaald. Die leningen waren niet op de balans zichtbaar. Koper stelde zich op het standpunt dat deze leningen niet aan haar waren medegedeeld en er daarom sprake was van een schending van de garantie dat aan koper alle informatie was verstrekt. Tijdens de procedure werd duidelijk dat verkoper aan koper voor het sluiten van de overeenkomst een rapport ter hand had gesteld, waarin (zijdelings) melding werd gemaakt van de leningen. Koper had daar geen nader onderzoek naar gedaan. De Hoge Raad wees de vordering van de koper af en overwoog: *“de reikwijdte van de verplichting van de verkoper om aan koper alle informatie te verschaffen, wordt mede bepaald door hetgeen de verkoper in de gegeven omstandigheden aan onderzoeksinspanningen aan de zijde van de koper mag verwachten. Vanaf het moment dat de koper de beschikking had over een bijzonderlijk samengesteld informatiepakket – waarmee aan de aanvankelijke informatiebehoefte van de koper was voldaan – hield in de onderhavige zaak de spontane mededelingsplicht voor de verkoper op. Aan de hand van het*

informatiepakket had de koper behoren aan te geven op welke punten deze nader geïnformeerd wenste te worden. Door niet te communiceren omtrent welke punten zij behoefte had aan nadere informatie, is de omstandigheid dat de koper geen kennis droeg van bepaalde informatie, voor rekening en risico van koper en is die omstandigheid niet het gevolg van het niet nakomen van haar informatieplicht door de verkoper. Een garantie dat alle informatie en volledige gegevens zijn verstrekt, moet worden uitgelegd met inachtneming van de omstandigheden van het geval. Deze omstandigheden kunnen zijn: het bestaan van een deskundig due diligence-team en een due diligence-rapport, de omstandigheid dat de verkoper niet weet dat de koper bepaalde verplichtingen niet kent en de verkoper niet weet welk gewicht de koper aan deze verplichtingen toekent”.

De Hoge Raad concludeert dat het op weg van Koper had gelegen om in de gegeven omstandigheden – in het bijzonder het feit dat koper een professionele partij is die zich had bediend van een team van adviseurs – nader onderzoek te doen. Indien de afwezigheid van leningen voor koper een belangrijk punt was dan had koper daar specifiek naar moeten vragen, dan wel op dat punt een garantie moeten bedingen, aldus de Hoge Raad.

Het arrest maakt duidelijk dat in een professionele vastgoedtransactie waarbij een ervaren koper wordt bijgestaan door adviseurs, een grote waarde wordt gehecht aan het onderzoek van koper en het op de weg ligt van koper om ‘elke steen om te draaien’. De verwachtingen van koper worden in vergaande mate bepaald door dit onderzoek. In lijn met dit uitgangspunt is het eerder aangehaalde arrest van de Hoge Raad uit 2009 over de verkoop van een bungalowpark waarbij na overdracht asbest werd gevonden, terwijl koper ervan uit ging dat er slechts op een bepaalde locatie asbest zat (ECLI:NL:HR:2009:BG8788, 20 maart). De Hoge Raad oordeelde dat de professionele koper, bekend met bouwkundige aspecten van bouwmaterialen en ervan op de hoogte dat het bungalowpark in de jaren 70 was gebouwd in de tijd dat veelvuldig asbest werd gebruikt, heeft nagelaten op dat punt nader, constructief onderzoek te doen.

3.4.3 De as is where is transactiedocumentatie

De wettelijke koopregeling is van regeland recht. Het staat partijen daarom vrij om contractueel afspraken te maken die afwijken van de wet, wat in de praktijk van commerciële vastgoedtransacties eerder regel dan uitzondering is. Tot een aantal jaren geleden was het gebruikelijk dat bij de verkoop van commercieel vastgoed in Nederland gebruik werd gemaakt van het standaardmodel van de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie (KNB). Het KNB-model is in de afgelopen jaren naar de achtergrond verdwenen voor zover het betreft de verkoop van omvangrijk commercieel vastgoed. De eerder genoemde toestroom van deze buitenlandse beleggers heeft ervoor gezorgd dat de gangbare transactiedocumentatie is gewijzigd en veel meer

op de Angelsaksische leest is geschoeid. Het belangrijkste principe is dat de wettelijke open norm, zoals die geldt ten aanzien van de gerechtvaardigde verwachtingen van koper, volledig wordt uitgesloten. Partijen hechten waarde aan heldere, strakke afspraken. Tjittes (1997) heeft dat als volgt verwoord: *“Ondernemen is het inschatten van risico’s. Doe je dat goed dan word je rijk. Doe je dat minder goed of verkeerd, dan word je minder rijk of ga je failliet. Om die risico-inschatting zo goed mogelijk te maken, hebben ondernemers behoefte aan duidelijke en harde regels. Regels van contractenrecht zijn regels van risico-verdeling. Zij bepalen wie van de partijen het risico moet dragen van de verstoring van de normale gang van zaken, en daardoor van het niet uitkomen van daarop gebaseerde verwachtingen. Mede op basis van die risico-regels beslist een ondernemer om al dan niet een transactie aan te gaan, en zo ja, op welke voorwaarden (waaronder de prijs) alsmede voor welke risico’s hij zich desgewenst wil verzekeren. Voor het kunnen inschatten van risico’s is het wenselijk dat de rechtsregels dienaangaande duidelijk en zeker zijn.”*

Deze behoefte aan heldere, strakke regels heeft geleid tot een koopovereenkomst, gebaseerd op het zogenaamde *‘as is where is’* principe. De belangrijkste kenmerken van dat model zijn dat:

- De wettelijke koopregeling inclusief het recht op dwaling wordt uitgesloten. Uitsluitend de in de koopovereenkomst gegeven garanties en verklaringen kunnen de basis zijn voor de aansprakelijkheid van verkoper (Tjittes, 2015). De open norm die wet hanteert ten aanzien van de gerechtvaardigde verwachtingen van de koper inclusief de objectivering dat verkoper in staat voor de aanwezigheid van de eigenschappen die nodig zijn voor normaal gebruik, wordt volledig uitgesloten. Dat uitsluitend de koopovereenkomst de basis vormt voor de verwachtingen van koper wordt vaak benadrukt door een zogenaamde *entire agreement clause* in de koopovereenkomst op te nemen, waarin wordt vastgelegd dat aan voorafgaande overeenkomsten, regelingen, afspraken of verklaringen geen enkele waarde toekomt (Schaink, 2015).
- De verwachtingen van koper ten aanzien van het verkochte worden bepaald door het *due diligence* onderzoek van koper. Mochten zich na overdracht van het vastgoed toch nog gebreken voordoen – die niet tijdens het *due diligence* onderzoek door koper zijn geïdentificeerd - dan komt dat risico in beginsel voor rekening van koper. Het verkochte wordt door koper op de leveringsdatum in de feitelijke (en juridische) staat aanvaard. Een voorbeeld van een dergelijke clause: *Het Verkochte wordt op de Leveringsdatum voetstoots (as is) aan Koper overgedragen en door Koper voetstoots (as is) aanvaard, hetgeen inhoudt dat Koper het Verkochte aanvaardt in de juridische, fiscale, technische en milieukundige toestand waarin het verkochte zich alsdan bevindt, met alle bekende en onbekende, zichtbare en verborgen gebreken en in de alsdan geldende gebruikstaat, terwijl*

Verkoper niet gehouden is ten aanzien van enig aspect van het verkochte enige verklaring of garantie te geven anders dan bepaald in artikel X. Het voorgaande betekent dus ook dat artikel dat koper – anders dan artikel 7:15 BW - de bijzondere lasten en verplichtingen accepteert die op het object rusten.

- Verkoper geeft slechts een beperkt aantal garanties. Verkoper geeft geen garanties ten aanzien van de feitelijke eigenschappen van het verkochte, dat komt zo hiervoor vermeld volledig voor risico van koper. Het is dus aan koper om een volledig en gestructureerd *due diligence* onderzoek te doen naar het object. Verkoper garandeert slechts dat hij bevoegd is de eigendom van het verkochte over te dragen en dat het eigendom wordt overgedragen vrij van hypotheken of beslagen of andere beperkingen of gebreken. Daarnaast garandeert verkoper dat hij alle informatie heeft verstrekt die voor koper van belang kon zijn bij de beoordeling van het vastgoed en dat de verstrekte informatie (naar beste weten van verkoper) juist is. Omdat de verwachting van koper ten aanzien van het verkochte volledig wordt bepaald door het *due diligence* onderzoek, moet koper ervan uit kunnen gaan dat verkoper alle relevante informatie met koper heeft gedeeld en dat de antwoorden die verkoper heeft gegeven op vragen van koper juist zijn.

Het uitgangspunt bij een *as is where is* transactie is dus dat verkoper uitsluitend aansprakelijk is voor zover er sprake is van een garantieschending. Die aansprakelijk wordt doorgaans verder beperkt tot slechts een aantal maanden na overdracht (3 tot 12 maanden). Het idee is dat koper in die periode in staat is om vast te stellen of er sprake is van een garantieschending. Ook de hoogte van de aansprakelijkheid van de verkoper wordt veelal beperkt tot een percentage van minimaal 5% tot maximaal 20% van de koopprijs. Een verkoper is in de huidige markt van vraagoverschotten bij *prime* vastgoed in staat de termijn en de hoogte in vergaande mate naar beneden te onderhandelen. Verder is het gebruikelijk dat een minimumbedrag wordt afgesproken voor eventuele claims van koper om te voorkomen dat verkoper wordt bestookt met claims die in geen verhouding staan tot de koopsom en de administratieve lasten om ze te behandelen (Tjittes, 2015).

De garantie ten aanzien van de bevoegdheid van verkoper om het vastgoed over te dragen, wordt doorgaans uitgesloten van eerdergenoemde beperking van aansprakelijkheid. De achtergrond daarvan is dat wanneer wordt vastgesteld dat de overdracht van het vastgoed niet (rechtsgeldig) heeft plaatsgevonden, koper te allen tijde de verkoper daarvoor moet kunnen aanspreken tot een bedrag gelijk aan de betaalde koopsom. Het is overigens de vraag of de beperking op gaat wanneer er sprake is van het schenden van de garantie dat alle relevante informatie is gedeeld. Het is vaste rechtspraak dat wanneer aan een contractspartij een ernstig verwijt kan worden gemaakt, een

beroep op een exoneratiebepaling (waar voornoemde beperkingen onder vallen) naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is. Daarvan zal sprake zijn wanneer verkoper een gebrek kende en het niet aan koper heeft medegedeeld (ECLI:HR:1992:ZC0710, 9 oktober).

3.5 Het verhaalsrisico

De *as is where is* koopovereenkomst brengt onbekende risico's in vergaande mate voor rekening van koper. Verkoper is uitsluitend aansprakelijk wanneer – binnen de beperkte garantietermijn - een in de koopovereenkomst gegeven garantie is geschonden. De garanties die worden gegeven zijn in de regel beperkt tot titelgebreken en de garantie dat verkoper aan koper alle relevante informatie heeft verschaft waarover verkoper beschikt. Wanneer verkoper na overdracht constateert dat er sprake is van het schenden van een van deze garantie, dan wil koper de zekerheid dat verkoper in staat is om de schade die koper hierdoor lijdt te vergoeden.

De doorlopende aansprakelijkheid van verkoper kan reden zijn voor koper om voor het sluiten van de koopovereenkomst naast een *due diligence* onderzoek op het object te doen ook een *due diligence* onderzoek naar de verkoper te doen. Koper zal dan in het bijzonder onderzoek moeten doen naar de vermogenspositie van verkoper. Op die manier kan koper vaststellen of verkoper daadwerkelijk in staat zal zijn verplichtingen na te komen. Er is een aantal omstandigheden die maakt dat koper hierop beducht moet zijn:

- Om fiscale en redenen van aansprakelijkheid wordt vastgoed vaak gehouden door speciaal daarvoor opgerichte vennootschappen (*special purpose vehicles*) of fondsen. Deze vennootschappen hebben doorgaans geen andere vermogensbestanddelen dan het vastgoed dat ze houden. Wanneer het vastgoed wordt verkocht en de verkoopopbrengst wordt uitgekeerd aan de bank en/of de aandeelhouders, zijn er dus geen vermogensbestanddelen waaruit een schadevergoeding aan de koper kan worden voldaan.
- Een groot gedeelte van het vastgoed in Nederland heeft de afgelopen jaren onder water gestaan. Volgens de Nederlandsche Bank stond in het voorjaar van 2012 een kwart van het vastgoed in Nederland onder water (De Nederlandsche Bank, 2012). Door de prijsstijgingen in de markt de afgelopen jaren, zal dat percentage minder zijn, maar het zal nog steeds een significant gedeelte zijn. Dat wil zeggen dat bij de verkoop van dat vastgoed de volledige koopsom naar de bank gaat en de bank vaak nog een vordering overhoudt op de verkoper. Dit kan negatieve gevolgen hebben voor de verhaalbaarheid van een eventuele claim op verkoper.

Wanneer er bij koper twijfel is of verkoper in staat zal zijn om na overdracht eventuele claims van koper te voldoen, dan zal koper hiervoor zekerheid willen hebben. Die zekerheid kan bestaan uit een garantie van een - meer kapitaalkrachtige - gelieerde vennootschap. Een andere optie is dat een gedeelte van de koopsom (vaak gelijk aan de maximale aansprakelijkheid van verkoper) in depot wordt gehouden bij de notaris gedurende de garantieperiode.

3.6 Resterend risico's voor een koper

Uit paragraaf 3.4 komt naar voren dat het risico dat zich na overdracht van het vastgoed ongeïdentificeerde risico verwezenlijken op grond van de zowel de huidige rechtspraak als het *as is where is* model in vergaande mate bij de koper wordt gelegd. Dat is in de regel slechts anders wanneer de verkoper voor overdracht van het vastgoed kennis had van het risico en het niet aan koper heet medegedeeld of dat verkoper op dat punt een nadrukkelijke garantie of vrijwaring heeft gegeven in de koopovereenkomst. Maar zelfs als verkoper op grond van de koopovereenkomst aansprakelijk voor het later ontdekte gebrek, dan kan het zijn dat koper niet met succes bij verkoper een claim kan indienen omdat de claim buiten de garantieperiode is ingediend. Daarnaast kan de claim niet op verkoper worden verhaald als deze niet de met verkoper overeengekomen drempelwaarde overschrijdt of zal verkoper maar voor een gedeelte aansprakelijk zijn wanneer de claim hoger is dan de maximale aansprakelijkheid zoals die op grond van de koopovereenkomst geldt. Als al deze omstandigheden in aanmerking worden genomen, dan kunnen de volgende risico's worden onderscheiden voor een koper van commercieel vastgoed:

- **Geen aansprakelijkheid verkoper:** er doet zich na overdracht een risico voor dat koper (althans zijn adviseurs) niet hebben geïdentificeerd en dat dus niet is meegenomen bij de prijsvorming. Wanneer verkoper op dat punt geen garantie heeft geschonden, komt het gebrek voor risico van koper. Mogelijk heeft de koper in een degelijk geval een claim op zijn adviseurs, hoewel daar niet snel sprake van zal zijn. Een advies van een adviseurs kan over het algemeen niet worden aangemerkt als een garantie of verzekering. Een adviseur handelt slechts naar beste weten en geeft onder verwijzing naar de geraadpleegde bronnen zijn bevindingen weer. Het is vaste rechtspraak dat het enkele feit dat een beroepsbeoefenaar onjuist handelt of een onjuist advies geeft, op zichzelf niet tot civielrechtelijke aansprakelijkheid leidt. Daarvan is pas sprake wanneer een redelijk bekwaam handelend vakgenoot onder de gegeven omstandigheden anders gehandeld zou hebben (ECLI:NL:HR:1991: ZC0226, 26 april). Daarnaast geldt in de praktijk dat adviseurs niet alles onderzoeken, maar dat de opdracht aan de adviseurs tot een onderzoek dat zich

beperkt tot de belangrijkste punten en adviseurs in hun opdrachtbrief of in het opgestelde rapport ook nadrukkelijk aangeven welke aspecten (van het object) niet zijn onderzocht (Brink, 2011). Het komt dus in de praktijk geregeld voort niet alle aspecten van het object worden gedekt door het onderzoek van de verschillende adviseurs.

- **Aansprakelijkheid verkoper:** er doet zich na overdacht een risico waarvoor verkoper op grond van de overeenkomst voor aansprakelijk is, maar de schade kan niet met succes op verkoper worden verhaald omdat:
 - Verkoper onvoldoende vermogensbestanddelen heeft om een eventueel schuld aan de koper uit te voldoen;
 - De claim kan niet of slechts gedeeltelijk op verkoper worden verhaald gelet de vergaande contractuele beperking van aansprakelijkheid die koper in de huidige markt moet accepteren.

In Nederland vinden op jaarbasis vele commercieel vastgoedtransactie plaats en de gevallen waarin achteraf blijkt dat er sprake is van een garantieschending zijn gering als we afgaan op de jurisprudentie, die daarover verschijnt. De kans dat zich een garantieschending zal voordoen in het geval van de verkoop op basis van een *as is where is* transactie lijkt bijzonder klein. Toch zal een koper in veel gevallen geen genoegen nemen wanneer de aansprakelijkheid van verkoper voor eventuele garantieschending in vergaande mate wordt beperkt. De *Prospect Theory* verklaart dat juist in gevallen van een kleine kans op verlies, meer risico avers worden en juist behoefte hebben aan zekerheid (Kahneman, Taversky, 1979). Een koper wil zekerheid hebben dat wanneer achteraf blijkt dat een relevant document niet is gedeeld koper verkoper daarvoor kan aanspreken (al is de kans dat zich dat voordoet bijzonder klein).

In een kooptransactie ontstaat hier een spanningsveld tussen enerzijds een verkoper die zijn aansprakelijkheid zo veel als mogelijk wil beperken en een koper die de zekerheid wil dat wanneer verkoper zijn afspraken niet nakomt, hij verkoper daarvoor kan aanspreken. Ondanks dat het risico dat een garantieschending zich voordoet beperkt is, geldt daar hier in een vastgoedtransactie veel aandacht voor is. Wanneer verkoper en koper geen overeenstemming bereiken over de mate waarin verkoper aansprakelijk is voor garantieschendingen of koper niet de zekerheid krijgt dat in het geval van een garantieschending verkoper financieel in staat is om claims te voldoen, dan zal de koopovereenkomst vaak niet tot stand komen.

3.7 Conclusie

In dit hoofdstuk zijn de belangrijkste objectgebonden risico's uiteengezet waar een voorzichtige koper zich van bewust moet zijn. Die risico's kunnen worden onderverdeeld in de feitelijke

eigenschappen (bouwkundige, technische, milieukundige) en de juridische eigenschappen van het vastgoed (eigendomssituatie, huurovereenkomsten, bestuursrechtelijk, fiscaal). Door middel van een *due diligence* onderzoek zal een koper zich voordat hij zich committeert aan een koop de voornoemde risico's in kaart willen brengen, zodat deze risico's kunnen worden meegenomen in de prijsvorming. Op grond van de *as is where is* koopovereenkomst, die de basis vormt voor nagenoeg alle commerciële vastgoedtransacties in Nederland op het moment, komt het risico van niet geïdentificeerde risico's in het *due diligence* onderzoek in vergaande mate voor rekening van koper. Verkoper is slechts dan aansprakelijk wanneer verkoper specifieke garanties heeft gegeven in de koopovereenkomst. Die garanties beperken zich doorgaans tot de bevoegdheid het vastgoed over te dragen en de afwezigheid van een aantal lasten en beperkingen (bijvoorbeeld hypotheek, beslagen e.d.). Daarnaast garandeert verkoper in de regel dat hij aan koper alle informatie heeft verschaft aangaande het object waarover hij beschikt en die mogelijk relevant kan zijn voor koper. Maar zelfs als zich een garantieschending voordoet, betekent niet dat verkoper aansprakelijk is. In de huidige markt wordt de aansprakelijkheid van de verkoper vaak beperkt tot slechts een beperkte periode na overdracht en een percentage van de koopsom. Een koper ziet zich dan voor de bijzondere opgave een inschatting te maken van de vraag of een garantieschending zich gaat voordoen en zo ja of dan de vergaande beperking van de aansprakelijkheid van verkoper in duur en in hoogte voldoende zekerheid biedt dat in een in het geval van een garantieschending de schade op verkoper kan worden verhaald.

Hoofdstuk 4 *Transactional Risk* verzekering

4.1 Inleiding

In het vorige hoofdstuk is aan bod gekomen dat in de huidige markt een vergaande mate van risicoaanvaarding van een koper wordt verwacht. De in de huidige markt gangbare *as is where* structuur brengt mee dat een koper een uitvoerig *due diligence* onderzoek naar het object zal moeten doen voordat het wordt aangekocht. De beperkte garanties die een verkoper geeft, worden doorgaans verder beperkt tot slechts een korte periode naar overdacht van het vastgoed en slechts een percentage van de koopsom. Daarnaast wordt vastgoed met enige regelmaat verkocht door vennootschappen met nauwelijks vermogensbestanddelen zodat de vraag zich voordoet of verkoper in staat zal zijn eventuele schade van de koper die uit een garantieschending voortvloeit, te vergoeden. Wanneer koper deze risico's niet wenst te aanvaarden en verkoper is niet bereid om aanvullende zekerheid te bieden, komt de koopovereenkomst niet tot stand.

In dit hoofdstuk worden *transactional risk* verzekeringen besproken. Dat zijn verzekeringsproducten die kunnen worden afgesloten in het kader van (vastgoed)transacties. De verzekeringsproducten bieden dekking tegen bepaalde risico's verbonden aan een transactie, die normaal gesproken voor rekening van verkoper of koper komen. Wanneer partijen op dat punt

geen overeenstemming bereiken, kan het risico door het gebruik van een *transactional risk* verzekering worden afgewenteld op de verzekeraar.

De *transactional risk* verzekeringen hebben sinds kort ook hun intrede gedaan op de Nederlandse vastgoedmarkt. In dit hoofdstuk zal worden onderzocht tegen welke risico's *transactional risk* verzekeringen dekking bieden en of deze producten ook gebruikt kunnen worden om aan koper meer zekerheid te bieden in de huidige Nederlandse vastgoedmarkt waarin de aansprakelijkheid van verkoper in vergaande mate worden beperkt.

De onderzoeksvragen die in dit hoofdstuk ter sprake komen zijn:

- 1) Wat is een *transactional risk* verzekering?
- 2) Tegen welke risico biedt een *transactional risk* verzekering dekking?

In het verlengde daarvan wordt onderzocht of de verzekering in de huidige vastgoedmarkt een koper aanvullende zekerheid kan bieden tegen de achtergrond van deze steeds verdergaande beperking van de aansprakelijkheid van de verkoper.

In dit hoofdstuk zal naast literatuurbronnen ook worden verwezen naar de informatie die door verzekeraars ter beschikking is gesteld en informatie verstrekt in een interview met Dirk van de Meulen van AON, een aanbieder van *transactional risk* verzekeringen in Nederland.

4.2 *Transactional risk* verzekeringen

De *transactional risk* verzekering is een verzamelnaam voor verzekeringsproducten die kunnen worden afgesloten in het kader van aandelen- of vastgoedtransacties. Deze verzekeringsproducten hebben als gemene deler dat ze dekking bieden voor een bepaald transactierisico dat zonder een dergelijke verzekering voor verkoper dan wel koper komt. In plaats dat verkoper en koper onderhandelen of wie het risico draagt wordt het risico – tegen betaling van een premie – overgedragen aan de verzekeraar. De verzekeringen worden ook weleens aangemerkt als 'smeerolie' voor transacties omdat wanneer verkoper en koper vastlopen op de verdeling van risico's, een *transactional risk insurance* een oplossing kan bieden.

Het onderhavige onderzoek richt zich in het bijzonder op de *title* verzekering en de *warranty en indemnity* verzekering.² Een *title* verzekering is een verzekering, die dekking biedt indien zich

² Daarnaast zijn er ook verzekeringsproducten die dekking bieden tegen bekende risico's, de zogenaamde *Opinion based insurance* en tegen eventuele (latente) belastingclaims (*Tax Insurance*). De toepasselijkheid van deze producten vallen buiten het bereik van dit onderzoek.

gebreken aan het eigendomsrecht van verkoper voordoen. Dat kan gaan om situaties waarbij bijvoorbeeld verkoper achteraf niet bevoegd blijkt te zijn geweest het verkochte over te dragen of in het geval dat derden rechten hebben op het eigendom (Ploeger & van Loenen, 2008). Wanneer een dergelijke verzekering wordt afgesloten hoeft een verkoper geen garanties op dat vlak te bieden. Een *warranty & indemnity* verzekering biedt dekking wanneer zich een garantieschending van verkoper voordoet (en de verkoper biedt geen of beperkt verhaal). In de plaats dat verkoper in dat geval de schade van koper dient te vergoeden, worden de kosten door de verzekeraar gedragen. Hieronder worden beide verzekeringsproducten nader toegelicht.

4.3 Title verzekering

4.3.1 Achtergrond

Title verzekeringen hebben een lange geschiedenis. De verzekering is afkomstig uit de Verenigde Staten en bestaat daar al meer dan 150 jaar. Deze verzekering is ontstaan bij gebrek aan vertrouwen in de lokale registratie van de eigendom van vastgoed. In de Verenigde Staten heeft elke staat een eigen kadaster, dat werkt volgens eigen systemen en regels. Deze kadastrale functionarissen functioneerden in de praktijk niet goed en kenden geen onderlinge afstemming. Derden konden er dus niet van uit gaan dat de kadastrale correcte informatie gaven over de eigendomssituatie van vastgoedobjecten en de rechten van derden (zoals erfdienstbaarheden, voorkeursrechten e.d.). Ook was het voor banken bijvoorbeeld niet mogelijk om kadaster te raadplegen buiten hun eigen staat, wat de financiering van vastgoed bemoeilijkte. Verzekeringsmaatschappijen sprongen daarop in door verzekeringen aan te bieden die dekking boden tegen eventuele gebreken aan het eigendomsrecht (Wurm, 2006). Deze verzekeringsmaatschappijen verzamelden in de loop der jaren dermate veel informatie over vastgoedobjecten in de Verenigde Staten dat zij er een eigen privaat kadaster op nahielden (Ploeger & van Loenen, 2008). In de Verenigde Staten is het al geruime tijd standaard dat bij de aankoop van een woning door een particulier een *title* verzekering wordt afgesloten. De rechtseconoom Arrunada (2002) concludeerde dat in 85% van particuliere woningtransacties in de Verenigde Staten een *title* verzekering wordt afgesloten.

Na de Verenigde Staten hebben de *title* verzekeringen ook hun opmars gemaakt in andere landen. Dat waren met name landen waar het kadaster niet altijd een getrouw beeld gaf van de eigendomssituatie en waar het risico aanwezig was dat een koper (of financier) van vastgoed achteraf wordt geconfronteerd met ongeregistreerde rechten van derden. Een van deze landen was het Verenigd Koninkrijk, dat pas in de tweede helft van de 20^e eeuw een kadaster heeft ingevoerd (Wurm, 2006). Daarnaast heeft het openbreken van het IJzeren Gordijn tot gevolg gehad dat in de jaren 90 van de vorige eeuw er een grote toename is gekomen in buitenlandse investeringen in Centraal en Oost-Europa, waaronder vastgoedinvesteringen (Wurm, 2006). Deze

landen stonden lange tijd bekend om hun gebrekkige eigendomsrechten en slecht functionerende kadaster (Vastgoedmarkt, 2011), zodat ook daar een behoefte ontstond naar *title* verzekeringen. Volgens de verzekeraar AON is het in Midden en Oost-Europa nog steeds gangbaar dat bij commerciële vastgoedtransactie een *title* verzekering wordt afgesloten (AON).

4.3.2 De gedekte risico's

Zoals hiervoor vermeld, biedt een *title* verzekering dekking tegen schade die wordt geleden als het gevolg van een gebrekkige eigendomstitel. Die situatie kan zich voordoen indien later blijkt dat de verkoper niet beschikkingsbevoegd was het verkochte over te dragen of dat er oude rechten, claims van derden of erfdiensbaarheden op het eigendom blijken te rusten. Wanneer een koper na overdracht van het vastgoed wordt geconfronteerd met claims van derden dan vergoedt de verzekeraar de kosten van eventuele procedures en de schade die uit de rechten van derden voortvloeit.

Het bijzondere aan een *title* verzekering is dat een verzekeraar onder omstandigheden ook bereid is om eventuele bekende risico's te dekken. Het zal afhangen van de omstandigheden of een verzekeraar bereid is bekend titelgebrek te dekken, maar in beginsel staan verzekeraars daar voor open. Zo is het denkbaar dat een verzekeraar bereid is het risico van een bekende overbouw (bouwen over de erfgrans) te verzekeren.

Hieronder wordt een opsomming gegeven van de risico's die door een *title* verzekering worden gedekt. De opsomming is afkomstig uit een door AON ter beschikking gestelde polis:

- De eigendomstitel blijkt niet overdraagbaar te zijn of onderhevig te zijn aan inkorting, restricties, erfdiensbaarheden voor zover deze een negatief effect hebben op het object;
- Er rust een (onbekend) hypotheekrecht op het onroerende goed;
- De eigendomstitel is gebrekkig omdat documenten met betrekking tot voorgaande verkrijgingen niet op de juiste manier zijn geregistreerd, ondertekend of uitgevoerd;
- Gebreken aan het blooteigendom in het geval van erfpacht;
- Het object is gebouwd/verbouwd of wordt gebruikt in strijd met beperkte rechten of kwalitatieve verplichtingen;
- Het object is niet in overeenstemming met de daarvoor noodzakelijke bouwvergunning gebouwd/verbouwd;
- De overheid treedt handhavend op omdat het object niet voldoet aan een vergunning of aan een met overheid gesloten overeenkomst;

- De gemeente heeft voor de overdracht van het vastgoed een voorkeursrecht op het pand gelegd;
- De volmacht van de persoon die namens verkoper de koopovereenkomst of leveringsakte heeft getekend, blijkt niet rechtsgeldig te zijn;
- Geschillen met burens over de erfgrans of over overbouw;
- Er is geen erfdienstbaarheid gevestigd ten behoeve van de toegankelijkheid van het object of de aansluiting op riolering en watervoorzieningen;
- Er is een erfdienstbaarheid ten laste van het perceel/object dat het gebruik van het object negatief beïnvloed.

4.3.3 Title verzekering in Nederland

In Nederland wordt bij van vastgoedtransacties zelden gebruik gemaakt van een *title* verzekering. Het risico dat een koper van vastgoed na overdracht geconfronteerd wordt bij titelgebreken is in Nederland beperkt. Dat heeft met name te maken hoe het Nederlandse stelsel ten aanzien van de overdracht van vastgoed is vormgegeven. In Nederland geldt dat in tegenstelling tot andere landen eigendomsrechten beperkte rechten pas ontstaan door de inschrijving daarvan in de openbare registers (waardoor ze dus kenbaar worden voor derden). Het komt daarom bijna niet voor dat een eigenaar van vastgoed wordt geconfronteerd met onbekende zakelijke rechten van derden. Ook geldt in Nederland dat een verkrijger van vastgoed die te goeder trouw handelt, in vergaande mate door de wet wordt beschermd:

- Artikel 3:88 BW beschermt een verkrijger te goeder trouw tegen de onbevoegdheid van de vervreemder, wanneer die onbevoegdheid voortvloeit uit de ongeldigheid van een vroegere overdracht. Dat wil bijvoorbeeld zeggen dat wanneer een voorgaande koopovereenkomst wordt vernietigd omdat deze tot stand gekomen als het gevolg van dwaling, de huidige eigenaar tegen de ongeldigheid van die voorgaande verkrijging wordt beschermd (mits de huidige eigenaar te goeder trouw is).
- Artikel 3:24 BW bepaalt dat een feit dat in de openbare registers had kunnen worden ingeschreven, niet een verkrijger te goeder trouw kan worden tegengeworpen indien geen publicatie plaatsvond.
- Artikel 3:25 BW beschermt derden tegen onjuistheden welke zijn ingeschreven in de openbare registers.
- Artikel 3:36 BW biedt bescherming aan derden die op grond van een verklaring of gedraging gerechtvaardigd hebben mogen vertrouwen op het bestaan van een bepaalde rechtsbetrekking.

Daarnaast geldt in Nederland - in tegenstelling tot bijvoorbeeld Angelsaksische landen - dat de overdracht van vastgoed in Nederland plaats door middel van een notariële akte. De wet heeft aan de notaris een rechtsbeschermende functie gegeven. De notaris moet erop toe zien dat er een geldige overdracht plaatsvindt door te controleren of de vervreemder beschikkingsbevoegd is en of er een reële titel is. Ook onderzoekt een notaris de rechtstoestand van de onroerende zaak en staat hij in voor de omschrijving van het registergoed in de akte (Van Velten, 2015). Tot slot kennen wij in Nederland de bewaarder van het kadaster en de openbare register. De bewaarder heeft als rol de door de notaris aangeboden akte te controleren om te kijken of het stuk kan worden ingeschreven en vervolgens mutaties in de kadastrale registratie doorvoeren. Indien de bewaarder meent dat er onjuistheden in de akte zitten, zal hij de notaris daarvan in kennis stellen om hem zodoende de kans te bieden een en ander te herstellen (Van Velten, 2011).

Het voorgaande heeft tot gevolg dat het in Nederland zelden voorkomt dat een verkrijger wordt geconfronteerd en is gebonden aan onbekende titelgebreken of rechten van derden, voor zover de verkrijger te goeder trouw heeft gehandeld. Van Velten (2015) concludeert dat er om die reden in Nederland geen behoefte zou zijn aan titelverzekeringen.

Het is juist dat er in de Nederlandse rechtspraak weinig voorbeelden zijn over procedures tussen verkoper en koper over titelgebreken, voor zover dat raakt aan een rechtsgeldige overdracht van het vastgoed.³ Dat betekent echter niet dat er geen behoefte zou zijn aan *title* verzekeringen. *Title* verzekeringen bieden namelijk niet alleen dekking tegen het risico van een rechtsgeldige overdracht van het vastgoed, maar ook bijvoorbeeld tegen het risico dat het gebouw niet conform vergunning is gebouwd of verbouwd, met als risico dat de gemeente daartegen handhavend optreedt of een nieuwe vergunning moet worden aangevraagd. Ook komt het in de Nederlandse praktijk geregeld voor dat een opstal groter blijkt te zijn dan op grond van de toepasselijke erfpachtvoorwaarden is toegestaan, met als risico dat de gemeente een hogere erfpachtcanon in rekening zal brengen. Hieronder twee voorbeelden uit de jurisprudentie op dit vlak.

- Koper ontvangt na overdracht van het bedrijfspand een aanschrijving van de gemeente omdat de in het pand door verkoper gerealiseerde verdiepingsvloer zonder vergunning is aangebracht. Koper houdt verkoper hiervoor aansprakelijk (ECLI:NL:RBZLY:2009:BJ9087).

³ Zie anders Hof 's-Hertogenbosch, waarin een koper van vastgoed via een executoriale veiling achteraf geen eigenaar geworden bleek te zijn omdat het vonnis waarop de executoriale verkoop was gebaseerd, werd vernietigd (ECLI:GHSHE:2016:1933)

- Koper wordt na overdracht van een kantoorpand in Utrecht door de gemeente aangeschreven omdat het kantoorpand bij controle ca. 1.000 m² groter is dan op basis van de toepasselijke erfpachtvoorwaarden is toegestaan en waarop de afgekochte erfpachtcanon was vastgesteld. De gemeente vordert een nadere canonbetaling van EUR 163.582,35 (ECLI:NL:RBROT:2013:CA3101).

De toegevoegde waarde van een *title* verzekering is niet beperkt tot het bieden van dekking wanneer de hiervoor genoemde risico's zich na overdracht van het vastgoed openbaren. De verzekering zou met name een rol kunnen spelen wanneer dergelijke risico's bij een *due diligence* onderzoek (en dus voor het sluiten van de koopovereenkomst) worden vastgesteld en verkoper en koper geen overeenstemming bereiken over wie daarvan het risico draagt. De verzekeringsmaatschappijen geven aan dat de verzekering op dit moment niet op die wijze in de Nederlandse markt wordt gebruikt.

4.4 Warranty & indemnity verzekering

4.4.1 Inleiding

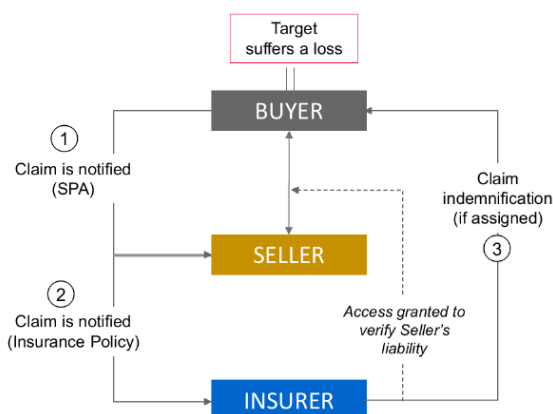
Een *warranty & indemnity* verzekering is een verzekering die kan worden afgesloten als dekking tegen schade en kosten in het geval een garantie van verkoper uit de koopovereenkomst wordt geschonden. Het doel van de verzekering is om risico's die normaal gesproken bij de verkoper dan wel bij de koper liggen af te wentelen op de verzekeraar. De *warranty & indemnity* verzekering kan worden afgesloten als daadwerkelijk een risicoverzekering, maar wordt veelal gebruikt om een transactie op gunstige wijze te structureren.

Warranty & indemnity verzekering bestaat al enige decennia en werd aanvankelijk uitsluitend gebruikt door verkopers in de fusie- en overnamepraktijk om het risico van claims van koper af te dekken (Keijzer, 2012). De verzekering werd dan afgesloten nadat een verkoop van een onderneming of bedrijfsonderdeel had plaatsgevonden. Het gebruik van deze verzekeringen heeft in de afgelopen jaren een groot vlucht genomen. Vanaf 2012 zijn er volgens de verzekeraars jaar op jaar significant meer verzekeringen geplaatst. Vooral vanaf 2015 heeft er een bijzonder harde groei plaatsgevonden (Tokio Marine HCC). Er wordt door de verzekeraars een aantal oorzaken genoemd voor de toename: de scherpe tarieven door het toename van de aanbieders van het product, uitgebreidere dekking en een sneller en gemakkelijk proces om de verzekering af te sluiten (Keijzer, 2012).

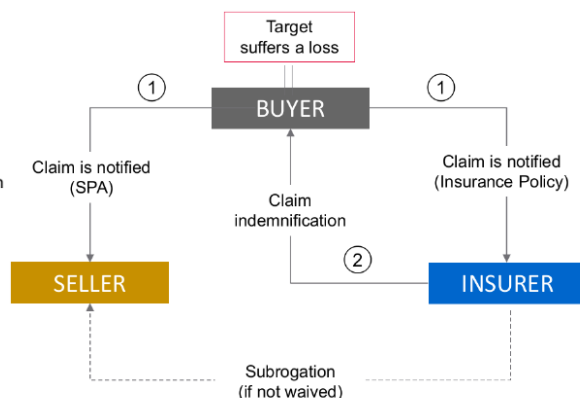
4.4.2 Verkopers en koperspolis

Er zijn twee vormen van *warranty & indemnity* verzekeringen. De verzekering die wordt afgesloten door de verkoper en die dekking biedt wanneer de verkoper door de koper wordt aangesproken voor een garantieschending uit hoofde van de koopovereenkomst (*seller-side policy*). In dat geval kan de verkoper zich tot de verzekeraar wenden. Wanneer de aansprakelijkheid van de verkoper vaststaat, zal de verzekeraar de schade van de koper vergoeden. De begunstigde onder deze verzekering is dus de verkoper. Een *warranty & indemnity* verzekering met een verkoperspolis is vorm van een aansprakelijkheidsverzekering.

Daarnaast is er de verzekering die dekking biedt aan de koper (*buyer-side policy*). Deze verzekering wordt afgesloten door de koper en biedt aan de koper de mogelijkheid om een claim in te dienen bij de verzekeraar wanneer er sprake is van een garantieschending door de verkoper. De koper spreekt dus niet de verkoper aan, maar richt zich direct tot de verzekeraar. De verzekeraar zal dan direct uitkeren aan de koper. De koperspolis is een vorm van schadeverzekering.



Figuur IX - Verkoperspolis



Figuur X - Koperspolis

Verzekeringsmaatschappijen geven aan dat van de *warranty & indemnity* verzekeringen die er in 2015 zijn afgesloten, veruit het merendeel koperspolissen zijn (Tokio Marine HCC).

Naast de *seller side policy* en de *buyer side policy* is er nog een tussenvorm. Dat is een verzekering die door de verkoper wordt afgesloten bij de verkoop van een onderneming/aandelen of vastgoed en die bij verkoop over gaat naar de koper als een *buyer's side policy*. Deze verzekering wordt ook wel *sell buy flip* genoemd. Een verkoper zal dat met name doen wanneer hij via een gestructureerd proces een verkoop wil laten plaatsvinden en op die manier aan kopers duidelijk wil maken dat van hen wordt verwacht een *warranty & indemnity* verzekering af te sluiten.

4.4.3 De gedekte risico's

De verzekering strekt zich uit tot de schade die mogelijk voortvloeit uit de daartoe aangewezen garanties uit de tussen verkoper en koper gesloten koopovereenkomst. De garanties waarvoor de verzekering dekking biedt, worden in de regel letterlijk aan de verzekeringspolis gehecht. Dat zullen dus in het kader van een *as is where is* vastgoedtransactie de gebruikelijke titelgaranties zijn eventueel de garantie dat verkoper aan koper alle informatie heeft verschaft waarover hij beschikt en die mogelijk relevant is voor koper.

De verzekering biedt echter geen dekking voor alle vormen van garanties. Uitgesloten van dekking zijn:

- Garanties die betrekking hebben op feitelijke eigenschappen van het object (zoals de structurele aard of garantie ten aanzien van de grond.
- Garanties die betrekking op toekomstige situaties (zogenaamde *forward looking statements*).
- Garanties (of vrijwaringen) die betrekking hebben bekende gebreken of risico's.

De verzekeraar keert verder niet uit in geval van schade die het gevolg is van feiten of omstandigheden die reeds bij het sluiten van de verzekering bekend waren. De verzekeraars zal zich in regel beroepen op de documenten die door verkoper aan koper zijn gedeeld en de *due diligence* rapporten die door adviseurs zijn opgesteld. Daarnaast worden de gebruikelijke uitsluitingen in de polis opgenomen ten aanzien van fraude en opzet. Voorts keert de verzekeraar niet uit als de verzekeringnemer op de hoogte was van de inbreuk op de garantiebepaling op het moment dat de verzekering wordt afgesloten. De verzekeraar vraagt doorgaans een schriftelijke verklaring van de verzekeringnemer dat hij niet op de hoogte is van garantieschendingen of feiten die kunnen leiden tot een inbreuk op de garanties.

De verzekering volgt in beginsel de aansprakelijkheid en de beperking daarvan zoals die in de koopovereenkomst is overeengekomen. Wanneer verkoper en koper overeenkomen dat de aansprakelijkheid van verkoper is beperkt tot 10% van de koopsom, dan geldt dezelfde beperking onder de verzekering. Op dat punt zijn echter met de verzekeraar afwijkende afspraken te maken, zo kan een koper er voor kiezen om de verzekeringspolis verder te laten reiken in hoogte of duur dan aansprakelijkheid van de verkoper op basis van de koopovereenkomst. Wanneer in de koopovereenkomst de aansprakelijkheid van de verkoper is beperkt tot 5% van de koopsom of 3 maanden na overdracht, dan kan de koper een verzekeringspolis afsluiten die dekking bieden tot 10% en 6 maanden. In de huidige vastgoedmarkt – wanneer de aansprakelijkheid van verkoper in vergaande mate wordt beperkt – kan een koper er voor kiezen om zelf een aanvullende verzekering af te sluiten zodat er dekking komt tot het door koper gewenste niveau.

In de praktijk komt het ook geregeld voor dat een verkoper en koper afspreken dat koper een *warranty & indemnity* verzekering afsluit die dekking biedt voor bijvoorbeeld 10% van de koopsom, maar dat verkoper en koper afspreken dat de aansprakelijkheid van de verkoper in de koopovereenkomst wordt beperkt tot EUR 1,-. Op die manier kan de verkoper zeker stellen dat hij na overdracht van het vastgoed geen risico meer loopt op aanspraken van de koper. De koper zal zich dan direct tot de verzekeraar moeten richten.

Zoals voor elke verzekering geldt ook voor de *warranty & indemnity* verzekering dat er een eigen risico geldt voor de polishouder. Het eigen risico is in de regel ongeveer 1% van de koopsom. De achtergrond daarvan is om het zogenaamde morele risico te voorkomen (De Pril, N., Dhaene, J. & Simon, S., 1999). Doordat de verzekeringsnemer het eerste gedeelte van de schade moet vergoeden, wordt voorkomen dat koper geen eigen gedegen onderzoek meer doet naar het vastgoed omdat het risico in dat kader volledig bij de verzekeraar zou komen te liggen. Om deze reden stellen verzekeraars ook de eis dat bij een koperspolis de koper ook altijd een eigen gedegen *due diligence* onderzoek laat uitvoeren. Als een dergelijk onderzoek ontbreekt of de verzekeraar heeft onvoldoende vertrouwen in de kwaliteit van het rapport, zal de verzekeraar niet bereid de verzekering af te sluiten. De verzekeraar AON geeft aan dat als het gevolg van de toenemende competitie, verzekeraar bij vastgoedtransacties steeds meer bereid zijn de volledige schade te vergoeden wanneer de schade het eigen risico overschrijft en dus niet alleen het gedeelte boven het eigen risico.

4.4.4 De toepassingsmogelijkheden

De *warranty & indemnity* verzekering wordt met name gebruikt wanneer partijen in het kader van een koopovereenkomst het niet eens kunnen worden over de risicoverdeling en in het bijzonder de zekerheid die door verkoper kan worden geboden als dekking voor eventuele claims van koper. Het is doorgaande de positie van verkoper die reden is om een *warranty & indemnity insurance* af te sluiten.

Het gebruik van de verzekering door *private equity* partijen heeft voor een significante toename van de vraag naar de verzekeringen geleid. *Private equity* partijen doen doorgaans investeringen om deze investeringen binnen een relatief korte periode (ca 3-5 jaar) weer door te verkopen. Bij verkoop wordt de opbrengt aan de beleggers uitgekeerd. Om die reden is het voor *private equity* partijen onaantrekkelijk om na verkoop een reserve te moeten aanhouden voor eventuele claims van de koper. Kopers vragen veelal dat een bedrag ter hoogte van de maximale aansprakelijkheid en voor de duur overeengekomen in de koopovereenkomst wordt vastgehouden, veelal in de vorm van een depot. Een dergelijk depot drukt de *Internal Rate of Return* (IRR). Als voorbeeld een

private equity partij die in jaar 0 een investering doet van EUR 100 miljoen en deze na 4 jaar wil verkopen voor een bedrag van EUR 150 miljoen. In de koopovereenkomst waarmee de private equity partij verkoopt, is de aansprakelijkheid van verkoper beperkt tot 12 maanden en een percentage van 10% van de koopsom. Verkoper en koper komen overeen dat het bedrag van 10% gedurende 12 maanden na overdracht in de depot wordt gehouden als zekerheid voor koper dat verkoper eventuele schadeclaims kan voldoen. Met deze gegevens is de IRR als volgt te berekenen:

	Jaar	Zonder W&I
Investering	0	- 100.000.000
	1-3	0
Opbrengst	4	135.000.000
Opbrengst	5	15.000.000
I.R.R.		10,4%

De IRR wijzigt wanneer de verkoper op de datum van overdracht geen depot hoeft aan te houden omdat in plaats daarvan een verzekering wordt afgesloten (koperspolis).

We gaan uit van een *warranty & indemnity* verzekering ten behoeve van de koper. De premie van de verzekering bedraagt 1% van de maximale aansprakelijkheid - in dit geval dus (1% x 15.000.000,-) EUR 150.000 - en het eigen risico bedraagt 1% van de koopsom. De kosten van de premie zijn voor rekening van verkoper en ook het eigen risico kan op verkoper worden verhaald. Met deze gegevens ziet de IRR er als volgt uit:

	Jaar	W&I (versie I)
Investering	0	- 100.000.000
	1-3	0
Opbrengst	4	148.350.000
Opbrengst	5	1.500.000
I.R.R.		10,6%

Wanneer verkoper een dermate sterke onderhandelingspositie heeft, dat bij koper kan worden afgedwongen dat de verzekeringspremie voor rekening van koper komt en het eigen risico (de aansprakelijkheid van verkoper wordt dan contractueel beperkt tot EUR 1,-), dan ziet de berekening er als volgt uit:

	Jaar	W&I (versie II)
Investering	0	- 100.000.000
	1-3	0
Opbrengst	4	150.000.000
Opbrengst	5	-
I.R.R.		10,7%

Het gebruik van de *warranty & indemnity* verzekering had dus voor de *private equity* een verhoogd IRR tot gevolg wat ten goede komt aan de investeerders in het fonds.

De *warranty & indemnity* verzekering wordt ook in de huidige vastgoedmarkt door verkopers gebruikt om de IRR te optimaliseren.

Buiten het scenario van een verhoging van het IRR te behoeve van de verkoper wordt de verzekering veelal gebruikt in de volgende situaties:

- **Onvoldoende comfort voor koper:** wanneer een koper onvoldoende comfort heeft bij de mate waarin de aansprakelijkheid van de verkoper contractueel is beperkt en koper heeft niet de onderhandelingspositie om een betere positie af te dwingen, kan de koper er voor kiezen om een verzekering af te sluiten die dekking biedt voor de hoogte en de duur die koper voor ogen heeft.
- **Verbetering van het bod in een verkoopproces:** wanneer de verkoop plaatsvindt door middel van een verkoopproces kan een potentiële koper zijn bieding aantrekkelijker maken door in de bieding aan te geven dat koper een *warranty & indemnity* verzekering zal afsluiten waarmee de aansprakelijkheid van verkoper kan worden beperkt.
- **Liquidatie van een verkopend fonds:** wanneer een fonds na verkoopt geliquideerd wordt omdat het geen vermogensbestanddelen meer heeft, kan een *warranty & indemnity* verzekering er voor zorgen dat het fonds direct geliquideerd kan worden. Zonder de verzekering zal gewacht moeten worden tot dat de garantieperiode uit hoofde van de koopovereenkomst is verstreken omdat koper nog eventuele claims kan indienen. Wanneer een verzekering wordt afgesloten, kan het fonds eerder geliquideerd worden en kunnen de instandhoudingskosten van het fonds voorkomen worden.
- **Verskillende verkopers:** wanneer vastgoed wordt verkocht door verschillende verkopende entiteiten, kan een discussie ontstaan welke verkoper aansprakelijk

is voor welk bedrag. Een warranty & indemnity verzekering kan dergelijke discussies voorkomen.

- **Goede relatie verkoper en koper:** wanneer verkoper en koper na verkoop in samenwerkingsverband zitten, dan kunnen eventuele claims onder een koopovereenkomst die relatie verstoren. Om te voorkomen dat die relatie op scherp wordt gezet, kan een *warranty & indemnity* verzekering worden afgesloten zodat eventuele claims niet tussen verkoper en koper maar met de verzekeraar worden afgewikkeld.

4.4.5 Het proces

Een *warranty & indemnity* verzekering kan op elk moment in een verkoopproces worden afgesloten. Het proces duurt ongeveer 2 weken, maar kan ook zeker (indien noodzakelijk) sneller (AON/ Tokio Marine HCC). In het geval van een *sell buy flip* verzekering wordt de verzekering al voor de verkoop voorbereid door verkoper. De verzekering gaat dan over op koper bij tekenen van de koopovereenkomst. Doorgaans wordt het eerste contact gelegd met een tussenpersoon die namens de verkoper of koper verschillende verzekeringsmaatschappijen benaderd om een zo scherp mogelijk aanbod te krijgen. Wanneer een verzekering is geselecteerd, dan zal de verzekeraar in ieder geval concepten van de koopovereenkomst willen ontvangen zodat helder is welke garanties van verkoper verzekerd (kunnen) worden. Daarnaast wil de verzekeraar inzicht hebben in het *due diligence* rapport van koper en indien beschikbaar ook het *due diligence* rapport van verkoper. Deze verzekeraar zal de *due diligence* rapporten nauwkeuring bestuderen en de adviseurs van koper of verkoper benaderen bij eventuele vragen. Hiermee probeert de verzekeraar vast te stellen welke risico's bij partijen al bekend zijn of bekend kunnen zijn gelet op de inhoud van de rapporten. Dergelijke risico's worden immers niet verzekerd. Overigens wordt door verzekeraar er op gehamerd zo vroeg mogelijk in een verkoopproces kenbaar te maken dat verkoper of koper gebruik wil maken van een *warranty & indemnity* verzekering zodat op dat punt geen verrassingen ontstaan.

4.4.5 Kosten

De premie die aan de verzekeringsmaatschappij betaald moet worden hangt uiteraard af van de transacties en de garanties die door de verzekeraar gedekt kunnen worden. Zoals aangegeven zijn de premies de afgelopen flink gedaald als het gevolg van de concurrentie op de markt. De verzekeringsmaatschappij AON geeft aan dat in het geval van vastgoedtransacties de premie op ongeveer 1% van de maximale dekking bedraagt en in veel gevallen daar zelfs ruim onder. Bij een vastgoedtransactie van 50 miljoen met een mogelijke aansprakelijkheid van de verkoper van

maximaal 10% is de premie dus EUR 50.000,- of zelfs lager. Daarbij moet in de Nederland wel de assurantiebelasting worden opgeteld die op het moment 21% bedraagt.

In paragraaf 2.3.2 is toegelicht dat bij het nemen van risicoreducerende maatregelen, waaronder het afsluiten van een verzekering, de kosten over het algemeen worden afgezet tegen de mogelijke schade als het risico zich verwezenlijkt. In het geval van een *warranty & indemnity* verzekering zal in het algemeen ook gelden dat een verkoper of koper pas bereid is om de kosten in tijd in een dergelijk verzekering te stoppen als de transactiewaarde een bepaalde omvang heeft. Pas dan zijn de risico verbonden aan de transactie dermate hoog dat de kosten van een verzekering opwegen tegen het mogelijke nadeel. Overigens geldt ook dat een verzekeraar niet snel bereid zal zijn om een verzekering af te geven voor een transactie met slechts een klein belang. De verzekeringsmaatschappij AON geeft aan dat de minimale omvang van de transacties doorgaans rond EUR 40 miljoen ligt. Er is geen maximum aan het verzekerde bedrag. Bij omvangrijke transactie bestaat de mogelijkheid dat een consortium van verzekeringen de verzekering aanbieden (Keijzer, 2012).

4.5 Conclusie

Transactional risk verzekeringen bieden dekking tegen bepaalde risico's verbonden aan een vastgoed of aandelentransactie, die normaal gesproken voor rekening van verkoper of koper komen. Een *title* verzekering biedt dekking wanneer na afgifte van het vastgoed zich gebreken aan het eigendomsrecht openbaren. Dat kan zien op een gebrekkige overdracht van het vastgoed of niet eerder geïdentificeerde rechten van derden. De verzekeraar vergoedt de kosten van eventuele procedures of de schade die voortvloeien uit de gebrekkige overdracht of de rechten van derden. Het bijzondere aan de *title* verzekering is dat deze ook in voorkomende gevallen dekking biedt tegen gebreken aan het eigendomsrecht die bekend zijn bij verkoper en koper. Een *warranty & indemnity* verzekering vergoedt de schade van de verkoper danwel de koper indien verkoper aansprakelijkheid is uit hoofde van de door verkoper gegeven garanties. Niet alle garanties worden gedekt door de verzekering. Zo biedt de verzekering geen dekking voor garanties die zijn gebaseerd op feiten en omstandigheden die bekend zijn, garanties die zien op bouwkundige eigenschappen van het verkochte of ten aanzien van toekomstige omstandigheden. De *warranty & indemnity* verzekering wordt in de praktijk met name gebruikt om ten behoeve van de verkoper de transactie in financieel opzicht te optimaliseren. Door het gebruik van een *warranty & indemnity* verzekering kan worden voorkomen dat de verkoper gehouden is om reserves (al dan niet in de vorm van een depot) aan te houden als zekerheid voor de koper dat eventuele schadeclaims uit hoofde van de door verkoper verstrekte garanties, kunnen worden voldaan.

De *title* verzekering zou in de Nederlandse vastgoedmarkt met name toegevoegde waarde kunnen hebben wanneer verkoper en koper geen overeenstemming over bekende risico's (gebreken) aan het eigendomsrecht (zoals in de praktijk vaak gebeurt ten aanzien van panden die groter zijn dan toegestaan op grond van de erfpachtvoorwaarden of in gevallen voor overbouw). Door middel van een *title* verzekering kan dat risico dan mogelijk overgedragen kunnen worden aan de verzekering. De ontwikkeling dat de aansprakelijkheid van een verkoper contractueel in vergaande mate wordt beperkt (in hoogte en duur) kan door een koper worden ondervangen door het sluiten van een (aanvullende) *warranty & indemnity* verzekering tot het door koper gewenst niveau.

Hoofdstuk 5 TUSSENCONCLUSIE

In de voorgaande hoofdstukken is een algemene beschouwing gegeven over de theorie omtrent risico. Vervolgens is beschreven hoe de risico's waarmee een belegger bij een vastgoedtransactie te maken krijgt, zich verhouden tot deze theorie. Daarbij heeft de aandacht zich met name gericht op de volgende vragen : (i) wanneer is er sprake van risico en (ii) hoe kunnen risico's worden gemanaged?

Risico is een onzekere omstandigheid die van invloed kan zijn op een geselecteerd doel. In het kader van een vastgoedtransactie is het doel van een belegger een vooraf bepaald rendement. Elke omstandigheid die van invloed is op de opbrengst of tot een verhoging van kosten leidt, kan een risico vormen voor dat rendement. Bepaalde risico's zal een belegger accepteren en zelfs opzoeken, zoals marktrisico's. Andere risico's wil een belegger zo veel als mogelijk voorkomen. Daarbij kan worden gedacht aan onverwachte kosten met betrekking tot het object of lagere (huur)inkomsten dan verwacht (de zogenaamde zuivere risico's).

De theorie omtrent risicomanagement geeft vier methoden om met risico's om te gaan: (i) vermijden, (ii) verminderen, (iii) overdragen of (iv) aanvaarden. Wanneer in het door koper uitgevoerde *due diligence* risico's worden geïdentificeerd, ontstaat tussen verkoper en koper een onderhandelingsproces. In een klassieke situatie zijn er vanuit de koper drie opties:

- het risico wordt (gedeeltelijk) *overgedragen* aan verkoper (bijvoorbeeld door een verlaging van de initiële koopsom)
- het risico wordt (gedeeltelijk) *aanvaard*.

Hoe dit spel zich voltrekt, is afhankelijk van de onderhandelingspositie van de verkoper en de koper. Indien partijen op dit punt geen overeenstemming bereiken, zal koper het risico *vermijden* door af te zien van de transactie.

De *transactional risk* verzekeringen, die in hoofdstuk 4 uitvoering zijn besproken, geven een nieuwe dimensie aan het eerder genoemde speelveld. In de plaats van dat risico tussen verkoper en koper wordt verdeeld, is er een derde partij aan wie risico kan worden *overgedragen*. Het risico komt dan buiten de contractuele verhouding tussen verkoper en koper te staan.

	ALGEMEEN		VASTGOEDTRANSACTIE	
RISICO	<ul style="list-style-type: none"> • onzekere omstandigheid • doel 		Onzekerheid (o.a.):	Doel:
			<ul style="list-style-type: none"> • juridische risico's 	* rendement
RISICOIDENTIFICATIE	<ul style="list-style-type: none"> • checklist • brainstormsessie • risicomatrix • swift-methode • bow-tie methode • Expert opinion 		<ul style="list-style-type: none"> • due diligence 	
RISICOMANAGEMENT	<ul style="list-style-type: none"> • vermijden • verminderen • overdragen --> • aanvaarden 	verzekeren	<ul style="list-style-type: none"> • <i>transactional risk</i> verzekeringen 	

Figuur XI Juridische risico's als deelverzameling van algemene risico

Naast geïdentificeerde risico's, worden er in het kader van een vastgoedtransactie ook afspraken te worden gemaakt over wie aansprakelijk is voor niet geïdentificeerde risico's, die zich na overdracht van het vastgoed mogelijk wel openbaren. Indien verkoper daarvoor aansprakelijk dan zal zich dat doorgaans vertalen in een garantie in de koopovereenkomst.

De invloeden van Angelsaksische transactiedocumentatie hebben er voor gezorgd dat dit risico in de huidige markt in vergaande mate voor rekening van koper komt. Dat is in het algemeen slechts anders wanneer er na overdracht blijkt dat er sprake is van titelgebreken of dat waardevolle informatie niet met koper is gedeeld. In de huidige markt van vraagoverschotten blijken verkopers ook maar in beperkte mate bereid deze risico's te aanvaarden. De aansprakelijkheid in

dit kader wordt contractueel steeds verder beperkt in hoogte (tot slechts een klein percentage van de koopsom) en in tijd (tot slechts een aantal maanden na overdracht).

Een koper wordt hierdoor gedwongen in afweging te maken hoe veel risico aanvaardbaar is en zich de vraag te stellen wat is de kans dat zich na overdracht risico voordoet waarvoor verkoper in beginsel aansprakelijk zou zijn (en dus mogelijk als nog voor rekening van koper komt). Wanneer de rechtspraak ten aanzien van garantieschendingen door verkopers van commercieel vastgoed, wordt afgezet tegen het aantal commerciële vastgoedtransacties per jaar, dan lijkt dit een bijzonder klein risico te zijn. Volgens de *Prospect Theory* zijn kopers toch maar in beperkte mate bereid zijn om dit risico te aanvaarden. Deze theorie verklaart dat mensen juist risicoavers worden wanneer zich een klein kans voor doet op een groter verlies en hebben mensen in dergelijke gevallen juist behoefte aan zekerheid (Kahneman, Taversky, 1979).

In situaties waar er kleine kansen zijn op een groot verlies, ontstaat een markt voor verzekeringsmaatschappijen. Verzekeringsmaatschappijen kunnen dan geld verdienen omdat de premie die men bereid is te betalen hoger is dan de statistisch verwachte schade. De *transactional risk* verzekeringen die in de afgelopen jaren in de Nederlandse vastgoedmarkt hun intrede hebben gedaan doen vermoeden dat de *prospect theory* ook hier van toepassing is. Dat zou dus betekenen dat verkopers en koper bereid zijn meer te betalen ter voorkoming van risico dan de kans op dat risico zou rechtvaardigen. De vraag doet zich dan voor of een strategisch gebruik van *transactional risk* verzekeringen door verkoper of koper tot gevolg kan hebben – dat een meer optimale prijs kan worden bedongen .

In het volgende hoofdstuk wordt het onderzoek beschreven dat door middel van interviews heeft plaatsgehad. Personen betrokken bij prijsvorming in de huidige vastgoedmarkt en die ervaringen hebben met het gebruik van *transactional risk* verzekeringen in de Nederlandse vastgoedmarkt, zijn bevraagd op de volgende onderwerpen:

- Risicoverdeling tussen verkoper en koper in huidige vastgoedmarkt;
- Invloed van risico op prijs;
- Het gebruik van *transactional risk* verzekeringen;
- Het gebruik van *transactional risk* verzekeringen op prijs.

Hoofdstuk 6 De Praktijk

6.1 Inleiding

In de voorgaande hoofdstukken, heeft het beschrijvend onderzoek zich gericht op risico identificatie bij de aankoop van commercieel vastgoed en de vraag of deze risico's kunnen worden afgedekt door middel van een *transactional risk* verzekering. Uit dat beschrijvend onderzoek is naar voren gekomen dat bij aankoop niet geïdentificeerde risico's op basis van de huidige transactiedocumentatie in beginsel bij koper wordt gelegd. Dat is slechts anders wanneer op dat punt door verkoper garanties worden gegeven. In de huidige markt zijn de garanties die door verkoper worden gegeven beperkt en worden de garanties die worden verstrekt veelal contractueel beperkt in tijd en in hoogte. Het risico dat een verkoper in het geval van een garantieschending geen verhaal biedt, kan worden verzekerd door een *warranty & indemnity* verzekering. Daarnaast is het denkbaar dat een *title* verzekering een oplossing biedt wanneer tijdens het *due diligence* onderzoek een gebrek aan het eigendomsrecht wordt geïdentificeerd en koper en verkoper geen overeenstemming bereiken over wie het risico daarvan draagt.

In dit hoofdstuk wordt aan de hand van interviews met ervaringsdeskundigen onderzocht op welke wijze *transactional risk* verzekeringen in de Nederlandse vastgoedmarkt worden gebruikt en wordt verkend of het gebruik daarvan er aan kan bijdragen dat verkoper en koper eerder tot overeenstemming komen. In het verlengde daarvan is verkend of het verkoop van vastgoed met een *warranty & indemnity* verzekering tot een hogere verkoopopbrengst zou kunnen leiden.

6.2 Methodologisch kader

5.2.1 Interviews

Bij het verzamelen van data is gebruikt gemaakt van semigestructureerde diepte-interviews. Er is voor gekozen voor diepte-interviews omdat er op het moment weinig data voor handen is over het gebruik van *transactional risk* verzekeringen in de Nederlandse vastgoedmarkt. Volgens Rubin & Rubin (2005) is deze methode geschikt voor het achterhalen van ervaringen en meningen van actoren omtrent praktijksituaties .

Om de interviews te structureren is gebruik gemaakt van een vooraf opgestelde topiclijst:

- De veranderde transactiedocumentatie en de toenemende transactiekosten;
- Het waarderen van juridische risico's;
- De ervaringen met *transactional risk insurance*;
- De invloed van warranty & indemnity verzekeringen op de prijsvorming bij vastgoedtransacties.

De interviews hebben plaatsgevonden op verschillende locaties. Twee interviews hebben plaatsgevonden op het kantoor van Dentons Boekel in Amsterdam. De overige interviews hebben plaatsgevonden op het kantoor van de geïnterviewde. De duur van de interviews was verschillend. Het langste interview heeft ongeveer 1,5 uur geduurd en het kortste interview ongeveer 45 minuten. Door de bank genomen duurden de interviews ongeveer 1 uur. Gedurende de interviews zijn aantekeningen gemaakt die na afloop van het interview zijn uitgewerkt.

6.2.2 Selectie geïnterviewden

De respondenten zijn geselecteerd middels *purposive sampling* (Rubin & Rubin, 2005). Daarbij is er sprake geweest van een zogenaamde doelgerichte, selecte benadering van de respondenten. Er is allereerst voor gekozen om zowel beleggers/ontwikkelaars te benaderen met ervaringen met *transactional risk* verzekeringen in de Nederlandse vastgoedmarkt (en daar buiten). Vanuit deze invalshoek zijn de volgende personen geïnterviewd:

- Jeroen van den Bogaard (CBRE GI);
- Maarten Briët (Cairn Real Estate)

Verder is een aantal makelaars benaderd die eveneens ervaringen hebben met *transactional risk* verzekeringen en nauw betrokken zijn bij de prijsvorming van commercieel vastgoed in Nederland. De makelaars zijn werkzaam bij de meest toonaangevende makelaarskantoren in Nederland en hebben vanuit die positie een goed zicht wanneer bij de verkoop van vastgoed *transactional risk* verzekeringen in Nederland zijn gebruikt. Het ging om de volgende personen:

- Boris Ziermans (Cushman & Wakefield);
- Jeroen Rothuijsen (CBRE);
- Reinier Wegman (Savills).

Tot slot is een interview afgenomen met een *director M&A solutions* van een verzekeraar die *transactional risk* verzekeringen aanbiedt in Nederland:

- Dirk van der Meulen (AON)

Alle personen hebben aangegeven graag mee te werken aan het onderzoek. Tot slot is ook een advocate uit Tsjechië benaderd om haar ervaringen met *transactional risk* verzekeringen in dit gedeelte van Europa. Zij heeft verschillende informatie via de mail verstuurd, maar heeft zich niet vrij kunnen maken voor een interview. Wanneer gekeken wordt naar de representativiteit van de respondenten kan gesteld worden dat er een relevant aantal personen is betrokken bij de dataverzameling. De totale populatie met deskundigen op de Nederlandse markt is gelet op de premature ontwikkeling van *transactional risk* verzekeringen in de Nederlandse vastgoedmarkt gering. Daarom kan de selectie als representatief worden gezien.

6.2.3 Betrouwbaarheid

Het is van belang op te merken dat een aantal van de geïnterviewden bekenden zijn van de interviewer en er veelal sprake was van een zakelijke relatie. Dit heeft tot gevolg gehad dat de geïnterviewden gemakkelijk te benaderen waren en op veel punten openhartig waren over de ervaringen in de Nederlandse vastgoedmarkt. Daarbij zijn verschillende voorbeelden genoemd, maar is wel het verzoek gedaan op die informatie vertrouwelijk te behandelen en niet herkenbaar te laten terugkomen in dit onderzoek.

6.3 Onderzoekresultaten

6.3.1 Risicoverdeling in de huidige Nederlandse vastgoed markt en toenemende transactiekosten

De geïnterviewden geven allen aan dat ze van een koper in de huidige vastgoedmarkt een grotere mate van risico-acceptie wordt verwacht dan dit een aantal jaren geleden het geval is. Het is volgens de geïnterviewden het directe gevolg van de krapte op de vastgoedmarkt en het vraagoverschot. Door de geïnterviewden zijn verschillende voorbeelden gegeven waaruit blijkt dat kopers bereid zijn een hoge mate van risico te aanvaarden. Ik licht er twee uit:

- Een van de makelaars geeft als voorbeeld dat hij betrokken is geweest bij een transactie van een kantoorpand in Rotterdam waarbij een van de gegadigden kopers het gevoel kreeg dat hij niet de voorkeur genoot van de verkoper. Omdat hij het vastgoed dermate

graag wilde hebben, heeft hij het bod zo aangepast dat hij direct wilde afnemen zonder een *due diligence* onderzoek uit te voeren. De transactie heeft op die manier binnen een tijdsbestek van 1,5 week plaats gevonden.

- Een andere makelaar gaf te kennen dat hij op dat moment betrokken was bij een transactie waarbij de verkoper volharde in het standpunt dat zijn aansprakelijkheid beperkt moest blijven tot maximaal 2% van de koopprijs. Een dergelijk laag percentage had de makelaar nog niet eerder gezien.

De makelaars geven ook alle aan dat er op geen andere wijze wordt gecontracteerd dan op basis van het *as is where is* model. De garanties zijn beperkt tot titel en de garantie dat aan verkoper alle relevante informatie is verstrekt. Die garantie wordt doorgaans gekwalificeerd door een zogenaamde *to the best of seller's knowledge* verklaringen zodat de garantie niet verder gaat dan de wetenschap van de verkoper. Naast deze garanties zijn verkopers vaak bereid om de juistheid van de huurlijst te garanderen die aan de koopovereenkomst wordt gehecht. Voor een koper is dat van belang omdat de huurstream uiteindelijk van invloed is op het rendement van de investering.

Wanneer er in een *due diligence* onderzoek bepaalde risico's naar voren komen die tot kosten of onzekerheid kunnen leiden voor de koper is, leidt dat vaak wel tot onderhandelingen. Een verkoper is zich er van bewust dat een andere koper voor een dergelijk risico ook een afslag zal nemen op de prijs. Twee van de drie makelaars noemen het ontbreken van bouwvergunningen en panden die groter zijn dan toegestaan op grond van de erfpachtvoorwaarden als punten die vaak in *due diligence* naar voren komen en tot lastige onderhandelingen over de risicoverdeling leiden. Beide risico's zijn lastig te kwalificeren zodat een korting op de koopsom niet een directe oplossing is.

De investeerders en makelaars herkennen zich in het beeld dat kopers zich tegenwoordig van meer adviseurs bedienen dan dit een aantal jaren geleden het geval was. Als belangrijkste reden daarvoor wordt gegeven dat kopers tegenwoordig veel professioneler zijn en er veel meer tijd en kosten wordt besteed aan het uitvoeren van een *due diligence*. Daarbij heeft zich de afgelopen jaren een nieuw soort investeerder op de markt geïntroduceerd, de *spreadsheet* investeerder. Dat zijn veelal *private equity* partijen die heel nauwkeurig het vastgoedonderzoeken en bekeken of de door hen beoogde winst gerealiseerd kan worden. Daarvoor is het uiteraard noodzakelijk dat zij op de hoogte zijn van alle omstandigheden die mogelijk tot (extra) kosten kunnen leiden. Er wordt in dat verband ook kritisch gekeken naar de voorwaarden waaronder de adviseurs hun

werkzaamheden uitvoeren en de beperking van de aansprakelijkheid die daarop van toepassing is.

Een aantal makelaar geeft aan een verkoop vaak goed wordt voorbereid waarbij de verkoper door haar adviseurs rapporten laat opstellen ten aanzien van het vastgoed (zowel juridisch als technisch). De adviseur zijn dan zelfs bereid om *reliance* af te geven op de inhoud van deze rapporten zodat een koper daar ook op af kan gaan. Het komt zelden voor dat koper niet een eigen onderzoek uit voeren. Kopers hebben uiteindelijk meer vertrouwen in het onderzoek dat door hun eigen adviseurs wordt uitgevoerd dan dat van de zijde van de verkopers.

Een van de makelaars gaf aan onlangs betrokken te zijn geweest bij een transactie waarbij de koper wel is afgegaan op de juridische en technische rapporten die door de verkoper waren opgesteld en de koper dus zelf geen *due diligence* heeft uitgevoerd. De beperking van de aansprakelijkheid die was opgenomen in de opdracht van de technische adviseur was voor de koper echter te verstrekkend zodat op dat punt door de koper een aanvullende verzekering is afgesloten.

6.3.2 Ervaringen met warranty & indemnity verzekeringen

De verschillende makelaars hebben allen aangegeven in de afgelopen twee jaar voor het eerst betrokken te zijn geweest bij transacties waarbij gebruikt werd gemaakt van een *warranty & indemnity* verzekering. De ervaringen variëren van 2 transacties tot een maximum van 5 transacties in de afgelopen 2 jaar. In elk van deze voorbeelden was het telkens een *private equity* partij, die door middel van een *warranty & indemnity* verzekeringen een 'clean exit' wilde maken zonder het risico van aansprakelijkheid na overdracht van het pand. Deze verkoper had in elk van die gevallen ervaring met de verzekering in andere landen. De geïnterviewden kenden geen voorbeelden in de Nederlandse markt waarbij de verzekering op het initiatief van de koper was afgesloten.

Volgen AON blijft de Nederlandse vastgoedmarkt sterk achter in het gebruik van *transactional risk* verzekeringen, terwijl de Nederlandse fusie- en overnamepraktijk juist een van de voorlopers is op dit punt. Volgens AON heeft dat er mee te maken dat in het buitenland verkoop van vastgoed vaker als een aandelentransactie wordt gestructureerd. AON geeft aan dat het gebruik van *transactional risk* verzekeringen in de Nederlandse markt de afgelopen jaren sterk is toegenomen. Als redenen worden aangegeven: (i) de verkoop van vastgoed door *private equity* partijen, (ii) de toename van internationale investeerder op de markt met ervaringen met *transactional risk*

verzekeringen in andere markten en (iii) het groeiend aantal transacties dat als aandelentransactie wordt gestructureerd.

Uit de gesprekken is verder naar voren gekomen dat er in de Nederlandse vastgoedmarkt nog veel koudwatervrees bestaat bij het gebruik van de verzekeringen. Als voorbeeld is genoemd een transactie waarbij de verkoper gedurende de onderhandelingen naar voren bracht dat hij met een *warranty & indemnity* verzekering wilde werken die door de koper afgesloten zou moeten worden (koperspolis). Deze koper had geen enkele ervaringen op dit vlak en voelde zich er niet senang bij om bij een eventuele claim met een verzekeringsmaatschappij in de discussie te moeten gaan. De koop is om deze reden afgeketst. Door AON is verder naar voren gebracht dat het om die reden van belang is om zo vroeg mogelijk in het verkoopproces kenbaar te maken dat er gebruik zal worden gemaakt van een *transactional risk* verzekering.

De ervaringen van CBRE GI zijn anders dan die van de makelaars. CBRE GI investeert in verschillende landen in Europa en heeft veel ervaringen met het gebruik van *title* en *warranty & indemnity* verzekeringen door heel Europa. CBRE GI gebruikt *warranty & indemnity* verzekering zowel in het geval dat CBRE GI verkoopt als in het geval van aankopen. Als voorbeeld geeft CBRE GI de verkoop van een omvangrijk vastgoedobject in Frankrijk door een privaat persoon. Omdat CBRE GI te weinig vertrouwen heeft dat verkoper na overdracht financieel in staat is om een schadevergoeding te betalen uit hoofde van een garantieschending, hebben ze daarvoor een *warranty & indemnity* verzekering afgesloten. Daarnaast noemt CBRE GI ook het voorbeeld van een aankoop die ze in Zweden hebben gedaan, waarbij het Kadaster slechts in staat was om tot een beperkte hoogte inzichtelijk te maken welke rechten van derden op het vastgoed betrekking hadden. CBRE GI heeft om die reden een *title* verzekering afgesloten.

CBRE GI gebruikt ook *warranty & indemnity* verzekeringen wanneer ze vastgoed verkopen voor fondsen die worden afgewikkeld. Op die manier kunnen de fondsen eerder geliquideerd worden omdat er geen gelden aangehouden hoeven te worden om eventuele claims uit te voldoen. Hierdoor kunnen kosten bespaard worden om het fonds in stand te houden.

Cairn heeft onlangs voor het eerst gewerkt met een *warranty & indemnity* verzekering bij de verkoop van een herontwikkeld kantoorpand. Het doel was om zo veel als mogelijk te voorkomen dat na overdracht gelden voor langere periode in depot gehouden moesten worden als zekerheid voor de koper. Cairn had de verwachting dat alle in de koopovereenkomst afgegeven garanties gedekt konden worden door een *warranty & indemnity* verzekering. Dat bleek gedurende het proces niet het geval. Huurgaranties, maar ook garanties ten aanzien van de eigenschappen van

het verkochte op datum van levering, bleken niet te verzekeren te zijn. De verzekeraar merkte deze garanties aan als toekomstige garanties ("*forward looking statements*"), welke niet worden gedekt door een *warranty & indemnity* verzekering. Dit had uiteindelijk tot gevolg dat er door Cairn toch nog een depot aangehouden moest worden als zekerheid voor deze garanties. Toch was voor Cairn het gebruik van de verzekering geslaagd omdat door de verzekering minder geld in depot gehouden hoefde worden. Cairn geeft ook dat het in de praktijk langer duurde om de verzekering af te sluiten dan aanvankelijk was voorgespiegeld en dat de koper aanvankelijk sceptisch tegenover het gebruik van de verzekering stond.

De geïnterviewden herkennen zich in het beeld dat in de Nederlandse markt slechts op beperkte schaal gebruikt wordt gemaakt van *transactional risk* verzekeringen. De verwachting is dat het - net zoals in vele andere Europese landen - meer gangbaar zal worden om dergelijke verzekeringen af te sluiten. De verzekeringsmaatschappijen zijn tegenwoordig ook veel beter in staat om het gebruik van een verzekering te faciliteren dan dat een aantal jaren geleden het geval was. Geen van de geïnterviewden geeft aan ervaringen te hebben met het gebruik van *title* verzekeringen bij Nederlandse vastgoedtransacties.

6.3.3 *Invloed van risico op prijs*

Met de geïnterviewden is besproken of de steeds verdergaande beperking van aansprakelijkheid van de verkoper in de huidige Nederlandse vastgoedmarkt gevolgen heeft voor de prijsvorming. De makelaars geven aan dat puur economisch bekeken een verkleining van de aansprakelijkheid tot een groter risico van de koper leidt en daardoor tot een lagere prijs. Die economische wet is volgens de geïnterviewden niet goed merkbaar in de Nederlandse vastgoedmarkt. Bovendien is dat lastig vast te stellen in de huidige markt. De voorwaarden waaronder vastgoed wordt verkocht, wordt in belangrijke mate bepaald door de verkoper. Het is eerder regel dan uitzondering dat *core* vastgoed wordt verkocht door middel van een gestructureerd verkoopproces. Verkopers geven in dat proces in een vroegtijdig stadium aan dat het vastgoed wordt verkocht op een *as is where is* basis en de aansprakelijkheid van verkoper na overdracht van het vastgoed contractueel zal worden beperkt. Kopers zullen zich moeten conformeren aan die voorwaarden als ze in de huidige markt actief willen zijn. Geen van de makelaars was bekend met een transactie waarbij kopers zijn afgehaakt omdat de koper niet de risico's wilde accepteren als het gevolg van de beperkte aansprakelijkheid van de koper.

Een van de makelaars gaf wel het voorbeeld waarin verkoper pas bij het uit onderhandelen van het contract aangaf een beperking van aansprakelijkheid op te willen nemen in het koopcontract tot slechts een klein percentage van de koopsom en slechts tot een aantal maanden na overdracht

van het object. De koper gaf daarop te kennen dat hij bij het doen van de bieding hier geen rekening mee gehouden te hebben en de koopsom te willen verlagen indien verkoper zou vasthouden aan dat standpunt. Volgens de makelaar was dit een slimme onderhandelingsstechniek van de koper, maar het feit dat verkoper daar tot op zekere hoogte in mee ging, geeft aan dat partijen aanvoelen dat risico-acceptatie van invloed is op prijs.

6.3.4 Mogelijkheid op vastgoed te verkopen met W&I insurance

De makelaars gaven aan niet bekend te zijn met verkoopprocessen waarbij een *warranty & indemnity* insurance werd voorbereid door de verkoper zodat deze door koper kon worden overgenomen (de zogenaamde *sell buy flip*). De makelaars geven ook allen aan eraan te twijfelen of dit tot een hogere koopsom zal leiden. Volgens de makelaars accepteren kopers in de huidige markt dat zij een bepaalde vorm van risico moet accepteren indien zij vastgoed willen aankopen. Een aantal van de makelaars geeft aan niet de indruk te hebben dat wanneer dat risico wordt weggenomen, kopers bereid zijn om nog meer te betalen. De huidige markt waarin kopers beperking van de aansprakelijkheid tot 5% van de koopsom moeten accepteren, is dat – zo ver deze makelaars kunnen overzien - nog geen aanleiding geweest voor koper om aanvullend een *warranty & indemnity* verzekering af te sluiten. Kopers lijken vooralsnog comfortabel te zijn met de risicoverdeling in de huidige markt.

Een van de makelaars geeft wel aan dat wanneer een transactie door een verkoper goed wordt voorbereid dat in het algemeen wel een prijsverhogend effect heeft. Wanneer een verkoper zorgt dat er goed technische en juridische *due diligence* rapporten liggen, er een goede gestructureerde en volledige data room is, een koper sneller vertrouwen heeft in het vastgoed dat wordt aangekocht en dit doorgaans tot betere biedingen leidt. In die context zou het aanbieden van een *warranty & indemnity* verzekering in combinatie met een relatief kopersvriendelijke koopovereenkomst in de biedingsfase bij kopers vertrouwen kunnen wekken.

6.4 Conclusie

De transactiedocumentatie die in de huidige vastgoedmarkt wordt gebruikt en aansprakelijkheid van verkoper in grote mate beperkt, lijkt in de praktijk – althans bij de geïnterviewden – nauwelijks gevolgen te hebben op de prijsvorming. Uit de interviews komt het beeld naar voren dat kopers accepteren dat verkopers bijzonder weinig garanties geven ten aanzien van het vastgoed dat wordt verkocht. Dat contractueel de aansprakelijkheid van verkopers wordt beperkt terwijl er nauwelijks gevolgen zijn voor de prijs, kan niet anders worden uitgelegd dat er in materiele zin er nauwelijks sprake is van risicoverschuiving. Uit de gesprekken met de

geïnterviewden komt naar voren dat kopers risico's beperken door op vakkundige wijze *due diligence* onderzoek uit te voeren voor dat het vastgoed wordt aangekocht. Een markt is nooit volledig transparant is en kennisleemte en kennisassymmetrie is onvermijdelijk, maar door het *due diligence* wordt dit voor kopers tot een aanvaardbaar niveau gebracht.

Daarnaast moet worden opgemerkt dat zoals uit het onderzoek van Merks (2008) naar voren komt dat in de regel marktrisico's een grotere invloed hebben op het rendement dan de object gebonden risico's. Object gebonden risico's – zeker nadat een grondig *due diligence* onderzoek heeft plaatsgevonden – worden daardoor mogelijk gemakkelijker geaccepteerd.

Het voorgaande betekent niet dat er voor een *transactional risk insurances* geen toekomst zou zijn in de Nederlandse vastgoedmarkt. Integendeel. De geïnterviewden geven allen aan dat zij verwachten dat er een vraag naar dergelijke verzekeringen zal groeien. De verzekering zal dan niet zo zeer gebruikt worden om risico's van kopers te beperken, maar eerder om transacties op een meer aantrekkelijke wijze te structureren.

Hoofdstuk 7 Conclusie en reflectie

7.1 Conclusie

Deze scriptie heeft de neoklassieke wet dat risico en prijs communicerende vaten zijn als uitgangspunt genomen. De huidige markt van vraagoverschotten heeft tot gevolg dat risico's – in de vorm van onbekende eigenschappen van het object - zo veel als mogelijk voor rekening van koper worden gebracht. Kopers zullen deze risico's moeten accepteren indien zij mee willen doen in de huidige markt. De *transactional* risk verzekeringen die hun intrede hebben gedaan op de Nederlandse vastgoedmarkt kunnen het speelveld tussen de verkoper en koper veranderen. Risico's hoeven niet uitsluitend tussen verkoper en koper verdeeld te worden, maar kunnen – in ieder geval gedeeltelijk – op de verzekeraar worden afgewenteld. Het onderhavige onderzoek heeft zich gericht op dit mogelijk gewijzigd speelveld. De hoofdvraag van dit onderzoek was of het gebruik van *transactional risk* verzekering bij de verkoop van commercieel Nederlands vastgoed eraan kan bijdragen dat verkoper en koper eerder tot overeenstemming komen en of op die manier een hogere verkoopopbrengst gerealiseerd kan worden.

In hoofdstuk 2 tot en met 4 is getracht om transactierisico's te plaatsen in de theorie omtrent risico en risicomanagement. In het bijzonder is daarbij aandacht besteed aan verzekeren als vorm van risicomanagement. In een beschrijvend onderzoek is onderzocht welke (object gebonden) risico zich bij de overdracht van vastgoed kunnen voordoen en hoe die risico door de wet en – in afwijking daarvan – in de huidige markt tussen verkoper en koper, worden verdeeld.

In hoofdstuk 5 is een beschrijving gegeven van de *transactional risk* verzekeringen en de risico die door deze verzekeringen worden gedekt en is aan de hand van verzekeringspolissen en de

literatuur een opsomming gegeven van de gebruiksmogelijkheden van *transactional risk verzekeringen*.

In hoofdstuk 6 is het daadwerkelijk onderzoek uitgevoerd door middel van interviews met personen die ervaringen hebben met het gebruik van *transactional risk* verzekeringen in de Nederlandse vastgoedmarkt, inclusief een aantal makelaars dat nauw betrokken is bij de prijsvorming van vastgoed in Nederland.

Uit de interviews kunnen de volgende conclusies worden getrokken:

- De kopers actief op de Nederlandse commerciële vastgoedmarkt, gaan professioneler te werk bij de aankoop van vastgoed dan dit een aantal jaren geleden het geval is, onder andere door de toestroom van internationaal opererende beleggers op de Nederlandse markt;
- Deze professionele kopers bedienen zich van een groot team van adviseurs die de opdracht krijgen om voor aankoop van het vastgoed alle aspecten van het vastgoed te onderzoeken door middel van een *due diligence* onderzoek (met een verhoging van de transactiekosten tot gevolg);
- Mede als het gevolg van het professionele *due diligence* onderzoek zijn kopers in vergaande mate bereid tot risico-acceptatie.
- De onbekendheid met *transactional verzekeringen* in de Nederlandse markt lijkt op dit moment nog in de weg te staan aan een gebruik van de verzekering op grote schaal.
- Het gebruik van *transactional risk* verzekering in de Nederlandse vastgoedmarkt lijkt vooralsnog niet te zijn ingegeven door *riskmanagement* aan de koperszijde, maar uitsluitend om een transactie financieel voordeel te optimaliseren doordat een verkoper een '*clean exit*' kan maken en geen reserves hoeft aan te houden voor mogelijk aansprakelijkheid na overdracht.
- Het gebruik van *transactional risk* verzekeringen is op dit moment nog eenzijdig. *Transactional risk* verzekeringen worden vooralsnog niet gebruikt door kopers om zich te beschermen tegen vergaande beperking van aansprakelijkheid door verkopers. *Transactional risk* verzekeringen worden vooralsnog ook niet gebruikt door verkopers om in een gestructureerd verkoopproces in de verwachting een hogere koopsom te realiseren.
- Het eenzijdige gebruik van *transactional risk* verzekeringen in de Nederlandse markt geeft onvoldoende empirische basis om te concluderen – zowel als de theorie doet vermoeden - dat het gebruik tot gevolg heeft dat partijen eerder tot overeenstemming komen. Kopers

lijken vooralsnog comfort te hebben bij de wijze waarop risico's tussen verkoper en koper in de huidige markt worden verdeeld zonder dat daarbij een risico moet worden afgewenteld op een verzekering.

7.2 Aanbevelingen

Meer strategisch gebruik van warranty & indemnity verzekeringen

Een belangrijke conclusie van dit onderzoek is dat *transactional risk* verzekeringen op dit moment op een eenzijdige wijze in de Nederlandse vastgoedmarkt worden gebruikt. Het is aan adviseurs en verzekeringsmaatschappijen om verkopers en kopers meer bewust te maken van de wijze waarop *transactional risk* verzekeringen strategisch gebruikt kunnen worden in het kader van een vastgoedtransactie. Elke vastgoedtransactie wordt beheerst door risico en risico acceptatie. Zowel een verkoper als een koper wil met name het risico van aansprakelijkheid voor onbekende gebreken die zich na overdracht openbaren, zo veel als mogelijk vermijden. Een *transactional risk* verzekering kan dat risico in vergaande mate ondervangen. *Transactional risk* verzekeringen zouden daarom strategisch kunnen worden ingezet in het bijzonder bij gestructureerde verkoopprocessen. Een bieding van een koper waarbij wordt aangegeven gebruik te zullen worden gemaakt van een *warranty & indemnity* verzekering, kan voor een verkoper aantrekkelijk zijn omdat verkoper dan de zekerheid heeft niet het risico van eventuele aansprakelijkheid te worden geconfronteerd na overdracht van het vastgoed. Anderzijds is een koper mogelijk bereid om meer te betalen als hij de zekerheid heeft, dat in het geval van een garantieschending, de verzekeraar dekking biedt. De aanbeveling is dan ook om aan makelaars en andere adviseurs betrokken bij de vastgoedtransacties in Nederland om op meer strategische wijze gebruik te maken van *transactional risk* verzekeringen.

Gebruik van title verzekeringen

Het valt op dat zowel door AON als aanbieder van verzekeringen als door de andere geïnterviewden wordt aangegeven dat er nauwelijks tot geen gebruik wordt gemaakt van *title* verzekeringen. Tegelijkertijd geeft een aantal makelaars aan dat een pand dat groter is dan toegestaan op grond van de erfpachtvoorwaarden of de bouwvergunning een van steeds terugkerende onderwerpen zijn die uit *due diligence* onderzoeken naar voren komen. In landen waarin *title* verzekeringen wel regelmatig worden gebruikt, zijn dit risico's die door een dergelijke verzekering kunnen worden gedekt. Het beeld dat er in de Nederlandse markt geen behoefte is aan *title* verzekeringen, lijkt te voorbarig. Het is daarom aan verzekeringsmaatschappijen om nader onderzoek te doen of dergelijke risico's ook in Nederland door een *title* verzekering kunnen worden gedekt en zo ja, om daar meer bekendheid aan te geven.

7.3 Vervolgonderzoek

Transactional Risk verzekeringen zijn relatief nieuw in de Nederlandse vastgoedmarkt. Het is de verwachting dat er over een aantal jaren voldoende informatie voor handen is om een kwantitatief onderzoek te doen naar het verband tussen het gebruik van *transactional* risk verzekering en prijs. In het bijzonder zou dan de prijsvorming bij gestructureerde verkoopprocessen waarbij wel een *transactional risk* verzekering door de verkoper is aangeboden vergeleken kunnen worden met verkoopprocessen waarin dat niet is gebeurd.

Bibliografie

- Arrunada B. (2002), *A transaction cost view of title insurance and its role in different legal systems*, The Geneva papers on risk and insurance, 2002 /4.
- Baarspul, H. (2007), *Sensation seeking en de Prospect Theory*, Opgevraagd van purl.utwente.nl/essays/58718 op 7 september 2017.
- Best, E.A. (2004), *Bepalingen omtrent de invloed van due diligence onderzoek op afdwingbaarheid van garanties*, V&O 2004/9.
- Boom, W. (2008), *Gedrag en Privaatrecht*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers.
- Braam, G.J.M. (2003), *Risicoanalyse*, Opgevraagd van www.factomedia.nl op 4 september 2017.
- Brack, A (2009, *Kritisch over 'Due Diligence'* , Tijdschrift voor Compliance, 2009/5.
- Brink, M, (2011), *Due Diligence; onderzoeks- en mededelingsverplichtingen volgens het Nederlands recht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers.
- CBRE (2017), *Real Estate Market Outlook The Netherlands 2017*, Opgevraagd van www.cbre.nl op 24 september 2017.
- Coase, R. (1937), *The Nature of the Firm*, *Economica*, 4 (16): 386–405.
- Crow Kennisplatform (2017), *SKK in kort bestek*, Opgevraagd van www.crow.nl op 6 september 2017.
- Das, E.M. (2009), *Enkele aspecten van overnamecontracten*, TOP 2009, 3.
- De Pril, N., Dhaene, j. & Simon, S. (1999), *Risico en verzekering*, Liber Amicorum Prof. Dr. R. De Groot, UFSIA.
- De Vries, K. (2015), *Buitenlands kapitaal overspoelt Nederlandse markt*, Opgevraagd van ww.vastgoedmarkt.nl op 23 september 2017.
- ECLI:NL:HR:1995:ZC1930, Hoge Raad 22 december 1995.
- ECLI:NL:HR:2005:AR5383, Hoge Raad, 25 februari 2005.
- ECLI:NL:HR:2010:BL8295, Hoge Raad, 21 mei 2010.
- ECLI:NL:HR:1981:AG4158, Hoge Raad, 13 maart 1981.
- ECLI:NL:GHSHE:2017:116, Gerechtshof Den Bosch, 17 januari 2017.
- ECLI:NL:HR:1991:ZC0226, Hoge Raad, 26 april 1991.
- ECLI:NL:RBUTR:1997:AG3060, Rechtbank Utrecht, 23 april 1997.
- ECLI:NL:HR:1957:AG2023, Hoge Raad, 15 november 1957.
- ECLI:NL:HR:1966:AC42619, Hoge Raad, 21 januari 1966.
- ECLI:NL:HR:1973:AC45383, Hoge Raad, 30 november 1973.
- ECLI:NL:HR:1998:ZC2629, Hoge Raad, 10 april 1998.
- ECLI:NL:HR:2008:BF0407, Hoge Raad, 14 november 2008.
- ECLI:NL:RBZLY:2009:BJ9087, Rechtbank Zwolle-Lelystad, 15 juli 2009.
- ECLI:NL:RBROT:2013:CA3101. Rechtbank Rotterdam, 1 mei 2013.

- ECLI:NLGHSHE:2016:1933, Gerechtshof Den Bosch, 17 mei 2016.
- Financieel Dagblad (2015), *Banken lozen voor miljarden aan vastgoedleningen*, Opgevraagd van www.fd.nl op 15 oktober 2017.
- Financieel Dagblad (2015), *In het vastgoed is 2015 heel anders dan 2007*, Opgevraagd van www.fd.nl op 26 oktober 2017.
- Gehner, E. (2011), *Risicoanalyse bij projectontwikkeling*, Amsterdam: Sun uitgeverij.
- Guthrie C. (2002), *Prospect Theory, risk reference and the law*, Chicago: Northwestern University Law Review.
- Hobma, F.A.M. & Koolwijk J.S.J. (2013), *Risico-identificatie bij locatieontwikkeling*, Delft: Academic Press.
- Heyman, H.W. & Bartels, S.E. (2012), *Vastgoedtransacties*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers.
- Hijma, J. (2013), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 7. Internationaal privaatrecht, Deel I. Koop en ruil*, Deventer: Kluwer.
- Hockx, J.W.A. (2007/2008), *Koop en levering van vastgoed*, Den Haag: SDU Uitgevers
- Huysmans, J.M. (2011), *Risico aversie in stochastische onderhandelingspelen*, MRE masterscriptie.
- Kahneman, D. & A. Tversky (1979), *Prospect Theory: An analysis of decision under risk*, *Econometrica*, 1979/47.
- Kerste, M., Poort, J., Risseeuw, P. & Roosenboom, N. (2011), *Sectorstudie Vastgoedfinanciering*, Amsterdam: SEO Economisch Onderzoek.
- Keijzer, L.P. (2012), *Warranty & Indemnity verzekering, een helpende hand in M&A-transacties*, TOP 2012/3.
- Knight, F.H. (1921), *Risk, Uncertainty, and Profit*. Boston, MA: Hart, Schaffner & Marx
- Lajoux, A.R. & Elson, C.M. (2000), *The Art of M&A due diligence*. New York: McGraw-Hill.
- Martins, J., Marques, R. C., & Cruz, C. O. (2015). *Real Options in Infrastructure: Revisiting the Literature*. Opgevraagd van op www.researchgate.net op 19 november 2017.
- Merks, F.C.H. (2008), *Optimaal rendement/risico, optimale strategie!?*, MRE masterscriptie.
- Nieuwenhuis, J.H., Stolker, C.J.J.M, Valk, W.L., Wissink, M.H. (2011), *Vermogensrecht, Tekst en Commentaar*, Deventer: Kluwer.
- Planbureau voor Leefomgeving & Deloitte, *Meer Nederlands vastgoed in handen van buitenlandse beleggers*, Opgevraagd van www.pbl.nl op 24 september 2017
- Ploeger, H.D. & Van Loenen, B. (2008), *Eurotitle: een stap richting Europese vastgoedmarkt*, VGR 2008-6.
- Prast, H.M., *Gedragseconomie: De rol van psychologie op financiële markten*, Amsterdam: De Nederlandse Bank.
- Rabin, M. (2000), *Risk aversion and expected-utility theory: a calibration theorem*, *Econometrica*, 2000/6.
- Reehuis, W.H.M. & Slob, E.E. (1990), *Parlementaire Geschiedenis van het nieuwe Burgerlijke Wetboek, invoering Boek 7, Titels, 1, 7, 9 en 14*, Deventer: Kluwer.
- Rossum, M.M. & Paffen, T.H.G. (2015), *Recente ontwikkelingen ten aanzien van publiekrechtelijke beperkingen*, WPNR, 2015/7086.
- Rubin, H.J. & Rubin, I.S. (2005), *Qualitative interviews: The art of hearing data*, Thousand Oaks Ca: Sage.
- Samuelson, P.A. (1947), *Foundations of economic analyses*, Cambridge: Harvard University Press.
- Schaink, M.P.L. (2015), *Uitleg van commerciële contracten en de entire agreement clause*, *Ars Aequi*, 2015/7-8.
- Tjittes, (2015) R.J., *Remedies bij inbreuken op garanties in overnamecontracten*, *Contracteren*, 2015/4.

- Valk (2009), W.L. *De rol van de mededelingsplicht in gevallen van non-conformiteit*, NTBR 2009/4.
- Van Gool, P, Jager, P., Theebe, M & Weisz, R. (2013), *Onroerend goed als belegging*, Groningen/Houten: Noordhoff Uitgevers (5^e druk).
- Van Velten, A.A., (2011), *De verhouding tussen notaris en bewaarder uit het oogpunt van eerstgenoemde*, WPNR, 2011 / 6875.
- Van Velten, A.A., (2015), *Privaatrechtelijke aspecten van onroerend goed*, Deventer: Wolters Kluwer (5^e druk).
- Van der Post, W.J. (2013), *Theoretische inzichten in het spanningsveld tussen zekerheid en flexibiliteit*. Working paper Amsterdam School of Real Estate. Amsterdam: ASRE.
- Vastgoedmarkt (2017), *Buitenland koerst af op Nederlands vastgoedbeleggingsrecord*, Opgevraagd van www.vastgoedmarkt.nl op 20 oktober 2017.
- Visscher, L., (2006), *De economische rationele van het (nieuwe) verzekeringsrecht*, *Ars Aequi*, 2006/7-8.
- Wurm, J.B (2006), *How US-Style Title Insurance is transforming risk management in European real estate markets*, Housing Financial International, June 2006.
- Yin, R.K, (2003), *Case Study Research*, Thousand Oaks CA: Sage.
- Op verzoek hebben verschillende verzekeringsmaatschappijen via e-mail presentaties, marktvooruitzichten en polisvoorwaarden gestuurd met betrekking tot *transactional risk* verzekeringen. De informatie opgenomen in deze documenten is tevens gebruikt in het onderzoek. Het gaat om de volgende verzekeringsmaatschappijen AON, Tokio Marine HCC, Neon, Lockton / Kröller Boom en Howden. Ook is er geput uit verschillende model koopovereenkomsten die door de grotere advocatenkantoren in Nederland worden gebruikt.