



Praktijkhandreiking economisch waarderen van vastgoed 1.0

Langetermijnwaarderingen van vastgoed

Praktijkhandreiking economisch waarden van vastgoed 1.0

Langetermijnwaarderingen van vastgoed

Prof. dr. Tom M. Berkhout MRE MRICS
Drs. Baldwin Poolman MRE MRICS REV RT
Roel Drenth MScRE MRICS RT

Aan de lezer(es):

Aan de lezer(es): Waar in deze uitgave de mannelijke voornaamwoorden hij, hem of zijn worden gebruikt in een context die met evenveel recht en reden het gebruik van vrouwelijke voornaamwoorden zou rechtvaardigen, gelieve u naar eigen inzicht zij of haar te lezen. Mutatis mutandis geldt dat ook voor het gebruik van mannelijke beroepsnamen en soortgelijke aanduidingen.

Afkortingen

BAR	bruto aanvangsrendement
DCF	discounted cash flow
EC	Europese Commissie
EVS	European Valuation Standards
EVGN	European Valuation Guidance Notes
HABU	highest and best use
IVS	International Valuation Standards
L-TSV	Long-Term Sustainable Value
MLV	Mortgage Lending Value
NBA	Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants
NIRV	Nederlands Instituut voor Register Valuators
NVM	Nederlandse Vereniging van Makelaars
PTA	Platform Taxateurs en Accountants
REV	Real Economic Value, reële economische waarde
RICS	Royal Institution of Chartered Surveyors
TEGoVA	The European Group of Valuers' Association

Begrippen

Beschouwen

Aandachtig bekijken, overwegen en beoordelen.

Beschouwend subject

Het subject vanuit wiens positie en situatie de waardering wordt opgesteld.

Bestendig

Niet telkens veranderend.

Prijs

Een betaald of te betalen geldbedrag.

Onzekerheid

Onzekerheid is een kwaliteit, een niet berekenbare grootheid.

Risico

Dat deel van de onzekerheid, dat kan worden gekwantificeerd.

Schatten

Het kwantificeren van waarde (in geld) onder onzekerheid.

Taxeren

Het schatten van de prijs die op een (deel)markt onder een aantal voorwaarden verkregen kan worden.

Vastgoed

Onroerende zaken en de daarop betrekking hebbende zakelijke rechten.

Vrije geldstroom

Geldstroom die ter beschikking kan worden gesteld aan de verschaffers van het vermogen.

Waarderen

Aan de hand van bepaalde, gekozen uitgangspunten en voorwaarden vaststellen wat de waarde van een vermogensbestanddeel kan zijn.

Definities

Marktwaaarde

Het geschatte bedrag waartegen een actief of passief zou worden overgedragen tussen een bereidwillige koper en een bereidwillige verkoper in een zakelijke transactie, na behoorlijke marketing en waarbij de partijen zouden hebben gehandeld met kennis van zaken, prudent en niet onder dwang.

Bestendige langetermijnmarktwaaarde

Het geschatte bedrag waartegen een actief of passief op de lange termijn zou worden overgedragen tussen een bereidwillige koper en een bereidwillige verkoper in een zakelijke transactie, na behoorlijke marketing en waarbij de partijen zouden hebben gehandeld met kennis van zaken, prudent en niet onder dwang.

Economisch waarde vastgoed

De waarde van de geldstromen $t_0 - t_{+x}$.

Voorwoord

Vorig najaar publiceerde NVM Business de uitgave *Economisch waarderen van vastgoed*.¹ Deze publicatie had de bestendige waarde van vastgoed op de lange termijn als onderwerp. Dit waardebegrip kwam nadrukkelijk in beeld tijdens de laatste financiële crisis die werd ingeluid door de val van Lehman Brothers. Kort daarna werd het begrip 'reële economische waarde' geïntroduceerd door de Europese Centrale Bank en in de Nederlandse praktijk toegepast bij SNS Property Finance bij de waardering van de vastgoedleningenportefeuille, die uitmondde in de nationalisatie van SNS Reaal.

Niemand had kunnen voorzien dat het onderwerp zo kort na het verschijnen van de publicatie weer prominent op de vastgoedagenda zou komen. Een paar maanden na het verschijnen diende het coronavirus zich aan, met alle ontwrichtende maatschappelijke en economische gevolgen van dien. Meteen werd de vraag actueel welke weerslag deze ontwrichting zou hebben op de waarde en het taxeren en waarderen van vastgoed. Het duurde niet lang of verschillende vastgoedprofessionals vroegen in de vastgoedpers aandacht voor de langetermijnwaarde van vastgoed. Zij betoogden dat men naast de marktwaarde ook oog moest hebben voor deze manier van waarderen. Voor vastgoedinvesteerders zijn immers de verwachte geldstromen en waardeontwikkelingen op langere termijn relevant. Inmiddels begint de discussie over langetermijnwaarden ook in het buitenland te spelen.

Kortom: langetermijnwaarden en -waarderingen staan wederom nadrukkelijk op de kaart en daarmee ook voor de makelaars en taxateurs in vastgoed. Zij ondersteunen immers dagelijks de economische beslissingen van hun klanten met hun expertise. Voor NVM Business was dit de reden professor Tom Berkhout te vragen een praktijkhandreiking te maken over het economisch waarderen van vastgoed. Het doel is de taxateurs *good practices* en praktijkvoorbeelden van taxatierapporten te bieden, zodat ze zelf met deze materie in hun praktijk aan de slag kunnen.

Tom werd ondersteund door tweetal ervaren vastgoeddeskundigen: de taxateurs Baldwin Poolman (Dynamis) en Roel Drenth (Cushman & Wakefield). Al gauw sloten de *risk manager* Henk Besem (ING Real Estate Finance) en de accountant Hans Grönloh (KPMG, Nyenrode Real Estate Center) zich aan voor het kritisch tegenlezen van de rapportages. Jan Vis (Talanton, Nyenrode Business Valuation) heeft op gezette tijden *feed back* gegeven.

NVM Business wil met deze praktijkhandreiking dit relatief nieuwe fenomeen verder vorm geven en toegankelijk maken voor de praktijkmensen in het vastgoed. Het moge duidelijk zijn dat het invulling geven aan nieuwe waarderingsbegrippen geen gemakkelijke opgave is. De schrijvers van deze praktijkhandreiking realiseren zich dat terdege en staan open voor suggesties en opbouwende kritiek. Niet voor niets heeft deze uitgave de toevoeging '1.0'.

Laten we deze praktijkhandreiking gebruiken om het taxatievak verder te ontwikkelen en – in geest van deze handreiking – 'toekomstbestendig' te maken.

Ik wens u veel leesplezier toe.

Mr. Sander Heidinga MRICS REV RM RT
Voorzitter NVM Business

Verantwoording

Dit boek is een vervolg op het boek *Economisch waarden van vastgoed – Langetermijnwaarderings van vastgoed*, dat in het najaar van 2019 bij NVM Business verscheen.²

In de wereld van professionele vastgoedtaxaties worstelt men al langer met het concept van langetermijnwaarderings. Toekomstige vastgoedmarkten laten zich moeilijk voorspellen en er zijn geen toekomstige prijzen (referenties) bekend. Taxateurs willen bij voorkeur toch enige vorm van 'marktbewijs' hebben om een taxatie te kunnen onderbouwen en zich te kunnen verantwoorden. Langetermijnwaarderings lijken zich af te spelen in het spectrum van 'waarden', waarbij gecalculeerd wordt vanuit het perspectief van een nader te duiden subject, zoals bijvoorbeeld een (potentiële) eigenaar. Toch zullen we hierna zien dat het schatten van een te betalen prijs in de toekomst een voorname rol speelt bij langetermijnwaarderings. Zo zal een risicomanager van een vastgoedfinancier niet alleen een beeld willen hebben van het toekomstige verloop van de geldstromen (voor rente en aflossing) gedurende de contractstermijn, maar ook van de vermoedelijke verkoopopbrengst na afloop ervan in verband met eventuele herfinanciering, of de verkoopopbrengst wanneer de kredietnemer failleert.

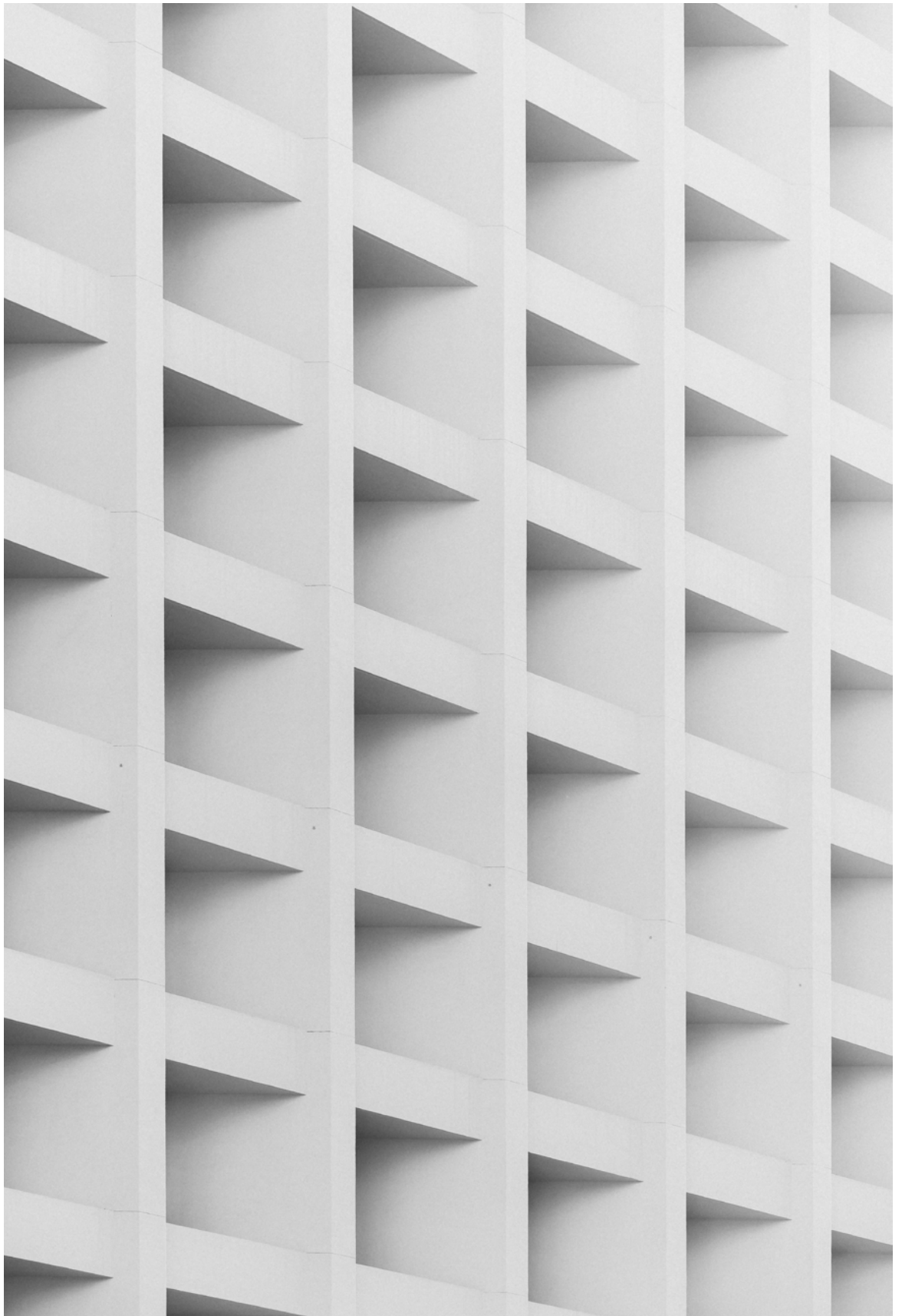
Over taxeren en waarden zijn tal van theoretische boeken geschreven. Maar voor praktijkmensen, die niet de tijd hebben zich hierin te verdiepen, zijn die zelden toegankelijk. Met dit boek en de bijbehorende voorbeeldwaarderings willen wij de geïnteresseerde lezer praktische handreikingen bieden om vastgoed economisch te waarden. Ons staat 'slechts' voor ogen een vertrekpunt te bieden voor economisch waarden van vastgoed; een niet geringe, wellicht zelfs pretentieuze taak. Dat neemt niet weg dat wij de poging willen wagen.

Wij presenteren op de website van NVM Business een aantal waarderingsrapporten van commercieel – verhuurd – vastgoed in de segmenten kantoren, winkels (retail), woningen en bedrijfshallen. De waarderingsrapporten betreffen vastgoed op toplocaties en 'doorsnee locaties'. Wij geven werkdefinities en voorbeeldwaarderings, pretenderen niet absolute waarheden of zekerheden te verkondigen, noch streven wij volledigheid na. Alleszins zijn wij ons er dan ook van bewust dat collega-waardeerders of -taxateurs ons kunnen verwijten te gemakkelijk over bepaalde lastige thema's heen te zijn gestapt of dat hier of daar gevallen steken zijn blijven liggen – het risico dat iedere schrijver loopt. Het zij zo, maar dat is in wezen ook de intentie van deze praktijkhandreiking: het nieuwe terrein van langetermijnwaarderings verkennen op een eerste ontdekkingsreis. Graag willen wij dan ook suggesties en opbouwende kritiek ontvangen waarmee de kwaliteit van deze praktijkhandreiking kan worden verhoogd. Dat komt het taxatievak ten goede.

Hét centrale waardebegrip voor vastgoed is marktwaarde. Wij tornen niet aan het primaat van dit begrip en willen het geenszins vervangen of terzijde stellen. Wij zijn wel van mening dat de economische - of langetermijnwaarde extra beslisinformatie geeft aan degene die economische belangen heeft in vastgoed. Voor (potentiële) vastgoedeigenaren, financiers en toezichthouders is het immers van belang een toekomstvisie op de waardeontwikkeling van vastgoed en prijzen op de lange termijn te hebben. Al was het maar om te beslissen of vastgoed moet worden aangehouden, afgestoten of gefinancierd.

Rest ons de lezer erop te wijzen dat de lezer aan de inhoud van dit werk geen rechten kan ontleen. Deze uitgave wil slechts een handreiking bieden; niets meer en niets minder. En het is aan degenen die meer willen weten en een specifieke casus naar de eigen situatie uitgewerkt willen zien, om een deskundig waardeerder of taxateur in te schakelen.

Naarden, november 2020



Inhoud

Afkortingen	5		
Begrippenlijst	5		
Definities	6		
Voorwoord	7		
Verantwoording	8		
1. Introductie & begripsbepaling	13	3. Rapporteren van langetermijnwaarden	33
1.1 Schematische weergave langetermijn- waardebegrippen	14	3.1 Vastgoedtaxatiestandaarden en praktijkhandreikingen	34
• Reële economische waarde	14	3.2 Ondernemingswaardering – business valuation	34
• Stabiele waarde	15	3.3 Mededeling Europese Commissie	35
• Hypotheekwaarde	16	3.4 Evaluatie	36
• Duurzame waarde	16	3.5 Praktijkhandreiking: bouwstenen voor de waarderingsrapporten	36
• Bestendige langetermijnwaarde	17	1. 'Waardering' in plaats van 'Taxatie'	36
• Economische waarde vastgoed	18	2. Economische waarde: beschouwend subject & beschouwingsperiode	36
1.2 Bestendige langetermijnmarktwaarde (werkdefinitie praktijkhandreiking)	19	3. Disclaimers	37
1.3 Economische waarde vastgoed (werkdefinitie praktijkhandreiking)	21	4. Doelstelling opdracht	37
1.4 Praktijkhandreiking: waardebegrippen verder ontleed	25	5. Waarderen van vastgoed, geen ondernemingswaardering	37
 		6. Portefeuille of individueel object	37
2. Dilemma's voor de vastgoedtaxateur	29	7. Prognoses	37
2.1 'Bewijzen' en onderbouwen	29	8. Bespreking gebruikte waarderings- methodiek(en)	37
2.2 Prijsvorming op lange termijn	29	9. Risico's	37
2.3 Toekomstige markten	30	• Risico locatie en object	38
2.4 Wisselende perspectieven subjecten	30	• Risico gebruiker	39
2.5 Aanvangsrendement & disconteringsvoet	31		
		Bronnen	43
		Noten	45

1. Introductie & begripsbepaling

1.1 Schematische weergave langetermijnwaardebegrippen	14
1.2 Bestendige langetermijn marktwaarde (werkdefinitie praktijkhandreiking)	19
1.3 Economische waarde vastgoed (werkdefinitie praktijkhandreiking)	21
1.4 Praktijkhandreiking: waardebegrippen verder ontleed	25

In dit hoofdstuk geven wij een korte introductie tot de thematiek. Wij maken daarbij gebruik van het begrippenarsenaal en de teksten die in het boek *Economisch waarden van vastgoed* zijn gebruikt. Voor een gedetailleerde, uitgebreid uitwerkingen verwijzen wij naar die uitgave.

Het waardebegrip 'economische waarde' komt in de vastgoedliteratuur nauwelijks voor. Wel werd en wordt geschreven over langetermijnwaarden (*long term values*) en komen er begrippen in voor als stabiele waarde (*stable value*), hypotheekwaarde (*mortgage lending value*) en *long term sustainable value*. Langetermijnwaarden van vastgoed worden op verschillende manieren omschreven en veelal in specifieke situaties toegepast. Ze vervullen vaak een specifieke rol in een specifieke context, waardoor partijen weten waar ze aan toe zijn wanneer deze begrippen worden gehanteerd.

Zo introduceerde de Europese Commissie de langetermijnwaarde *real economic value* – reële economische waarde. Hier was sprake van een specifieke context, namelijk het voorkomen van staatsteun bij overgewaardeerde activa. In de definitie van de commissie moeten we op zoek gaan naar een prijs (overdrachtswaarde, *transfer value*) op de lange termijn, in de toekomst, niet een waarde voor één specifieke entiteit ('worth'). Er zijn meerdere aanduidingen in omloop die hetzelfde trachten te bewerkstellingen: een bestendige (niet telkens veranderende) waarde van vastgoed op de lange termijn bepalen. De terminologie verschilt, de kern is telkens hetzelfde. Met deze omschrijvingen abstraheren we van de marktwaarde, waarbij de taxateur schat welke prijs een derde voor een object zou betalen op de huidige vastgoedmarkt (of een markt in het verleden).

In paragraaf 1.1 maken we met behulp van schematische weergaven een rondgang langs de langetermijnwaardebegrippen om een beeld te krijgen van de gemeenschappelijke elementen die hierbij een rol spelen. In de paragrafen 1.2 en 1.3 presenteren we de begrippen 'bestendige langetermijnmarktwaarde' en 'economische waarde van vastgoed' en geven er werkdefinities van. Deze waardebegrippen ontleeden we daarna in criteria en kenmerken ten behoeve van de praktijkhandreiking (1.4).

1.1 Schematische weergave langetermijnwaardebegrippen

Reële economische waarde

Het begrip 'reële economische waarde' (*real economic value, REV*) kwam tijdens de financiële crisis prominent aan bod in een specifieke context, toen de Europese Commissie het introduceerde in een richtlijn. De aanleiding hiervoor was de vraag op welke wijze de staten steun mochten verlenen aan banken waarvan de activa, waaronder vastgoedfinancieringen, een aanmerkelijke waardevermindering hadden ondergaan. De economische situatie leek toentertijd verder te verslechteren en overheden wilden de banken te hulp schieten. Verboden staatsteun lag op de loer wanneer overheden activa zouden kopen tegen een hogere prijs dan de vigerende prijs die op dat moment op de markt voor die activa zouden worden betaald.

Waardebegrip(pen)	Economische waarde op lange termijn. Reële waarde in het economische verkeer (REV). <i>Long term real economic value.</i>
Context	Europese commissie, staatssteun.
Tijdstip	t_0
Definitie / omschrijving	Een overdrachtswaarde die de onderliggende economische waarde op lange termijn van de activa ('de reële waarde in het economisch verkeer') op basis van de onderliggende kasstromen en langere tijdshorizonten weerspiegelt.
Toelichting	In een basisscenario is de REV de contante waarde van de verwachte geldstromen gedurende de bezitsperiode van het actief. Het is de contante waarde van de geldstromen, die verliezen reflecteren die redelijkerwijs verwacht kunnen worden gedurende de resterende gebruiksperiode van de de activa, maar waarbij marktfalen wordt genegeerd, bijvoorbeeld excessieve complexiteit van producten of vertrouwenscrises die resulteren in tekorten aan liquiditeit of excessieve risicoaversie.

Stabiele waarde

Waardebegrip(pen)³	Stabiele waarde. <i>Stable value.</i>
Tijdstip	t_0
Definitie / omschrijving	De gestabiliseerde waarde is een taxatiewaarde die is gebaseerd op het gestabiliseerde inkomen tijdens de het (economische) leven van het project.
Toelichting	<p>Deze waarde gaat ervan uit dat het project niet wordt beïnvloed door ongewone schommelingen in vraag en aanbod gecreëerd door abnormale economische tijden, zoals hoge inflatie, enorme economische groei (hausse) of depressie. De gestabiliseerde waarde veronderstelt verder dat de kosten op de lange termijn en de verkoopprijs niet hoger is dan de waarde op lange termijn gebaseerd op hausse economische omstandigheden of lage waarden tijdens economische recessies, wanneer kosten en waarde de waarde op de lange termijn kunnen drukken.</p> <p>Een gestabiliseerde waarde geeft een gewogen waarde van het project gebaseerd op aannames op de lange termijn. Omdat projecties voor de economische levensduur van het project zijn gebaseerd op aannames voor de waarde op de lange termijn, worden ze niet gebruikt om te voorspellen hoe economische omstandigheden op de korte termijn de waarde van het project beïnvloeden. Bijvoorbeeld, als de economische levensduur van het project vijftig jaar is, kunnen economische van korte duur voorwaarden op korte termijn significant zijn, maar onbeduidend op de lange termijn.</p>

Hypotheekwaarde

Eén breed toepasbare definitie van langetermijnwaarde met toelichting bestaat (nog) niet. Wanneer in de huidige taxatiestandaarden (EVS 2016, IVS 2017) langetermijnwaarden worden gebruikt, is dat in een specifieke context, namelijk hypotheek en vastgoedsecuritisatie. De waarderungen spelen dan een belangrijke rol bij het beoordelen van risico's.

Waardebegrip(pen)	Hypotheekwaarde. <i>Mortgage Lending Value.</i>
Context	EVS 2 Taxatiegrondslagen anders dan marktwaarde.
Tijdstip	t_0
Definitie / omschrijving	De waarde van vastgoed die is vastgesteld op grond van een voorzichtige prognose van de toekomstige handelbaarheid van het goed, rekening houdend met duurzame langetermijnaspecten van het goed, de normale en plaatselijke marktvoorwaarden, het gebruik dat op dit ogenblik van het goed wordt gemaakt en eventueel andere doeleinden waarvoor het geschikt is.
Toelichting	Bij hypotheekwaarden gaat het qua perceptie om uiterst voorzichtige waarderungen, die volgens de RICS slechts in de regelgeving van een aantal landen voorkomt.

Duurzame waarde

Waardebegrip(pen)⁴	Duurzame netto intrinsieke waarde. Duurzame vermogenswaarde. <i>Sustainable Net Asset Value.</i> <i>Sustainable Asset Value.</i>
Context	EVS 2, EGVN 3 Vastgoedtaxatie ten behoeve van securitisatie. ⁵
Tijdstip	t_0
Definitie / omschrijving	De duurzame waarde die een actief naar verwachting op lange termijn zal krijgen of behouden.
Toelichting	Soms wordt een duurzame netto intrinsieke waarde of duurzame vermogenswaarde geschat. Deze waarde wordt geschat op basis van de hypotheekwaarde dan wel op basis van correcties op de marktwaarde, afhankelijk van de fase in de marktcyclus en potentieel destabiliserende factoren, zoals marktvolatiliteit en speculatieve activiteiten. De schatting dient het verwachte verloop van de cyclus weer te geven, alsmede verwachtingen met betrekking tot volatiliteit en speculatie die specifiek zijn voor de desbetreffende markt. Als concept lijkt de duurzame netto intrinsieke waarde op de hypotheekwaarde.

Bestendige langetermijnwaarde

Waardebegrip(pen)	Bestendige langetermijnwaarde. <i>Long Term (Sustainable) Value (L-TSV).</i>
Tijdstip	t_0
Definitie / omschrijving	De waarde, zoals die wordt bepaald na een zorgvuldige beoordeling van de toekomstige verhandelbaarheid, rekening houdend met de duurzame langetermijnaspecten van het vastgoed, de normale en lokale marktomstandigheden, het huidige gebruik en alternatief geschikt gebruik. De L-TSV representeert de verkoopopbrengst van het vastgoed die, op basis van ervaring, naar verwachting in de markt over een lange tijdsperiode kan worden bereikt, zonder rekening te houden met tijdelijke, b.v. economisch opgewekte waardeschommelingen op de relevante vastgoedmarkt en met uitzondering van bijzondere veronderstellingen.
Toelichting / aantekening	Er wordt gerefereerd aan een verkoopopbrengst, een prijs, die op de lange termijn betaald wordt voor het vastgoed. Het gaat dus niet om de waarde die het vastgoed heeft voor één specifieke (toekomstige) eigenaar zoals in de beleggingswaarde (<i>Investment Value/Worth</i>).

Zowel in de EVS als bij de L-TSV⁶ gaat men uit van bestendige geldstromen die een redelijk efficiënte eigenaar kan genereren: 'het inkomen dat het vastgoed door een redelijk efficiënte eigenaar op een duurzame basis kan behalen, in de veronderstelling van goed beheer en rekening houdend met het toegestane gebruik'.

Economische waarde vastgoed

In de wereld van de vastgoedtaxateurs zijn de begrippen 'economische waarde' en 'economisch waarden' nog nauwelijks doorgedrongen, in tegenstelling tot die van de ondernemingswaardeerders. In de Gedrags- en Beroepsregels van het NIRV⁷ wordt kort en bondig gesteld dat de Register Valuator voor waarderingswerkzaamheden altijd gebruik maakt van het begrip economische waarde. Dit begrip wordt verder summier uitgewerkt, hetgeen betekent dat de business valuator veel vrijheid krijgt om te rekenen.

Waardebegrip(pen)	Economische waarde vastgoed.
Context	Vastgoedwaarden/-taxeren
Tijdstip	$t_0 - t_{+x}$
Definitie / omschrijving	De waarde van vastgoed op een waarderingsmoment, uitgaande van de positie van een beschouwend subject, gebaseerd op te verwachten vrije geldstromen en te verwachten marktontwikkelingen en risico's, waarbij wordt geabstraheerd van de huidige prijsvorming.
Toelichting / aantekening	<p>De economische waarde is in deze definitie niet beperkt tot de waardepeildatum t_0, maar omvat ook een geprognosticeerde waarde op enig moment in de toekomst (t_{+x}). Het woord 'bestendig' verwijst naar een consistente methode van waardebepaling, waarbij de input zoveel mogelijk wordt geobjectiveerd.</p> <p>Bij business valuation bevat elke economische waarde alle toekomstige waarden onder de conditie dat er geen veranderingen optreden in de voorwaarden die zijn gebruikt bij het bepalen van de waarde.</p>

Bij business valuation bevat elke economische waarde alle toekomstige waarden onder de conditie dat er geen veranderingen optreden in de voorwaarden die zijn gebruikt bij het bepalen van de waarde.

1.2 Bestendige langetermijn marktwaarde (werkdefinitie praktijkhandreiking)

De hiervoor besproken waardebegrippen vervullen vaak een bepaalde rol in een bepaalde context, waardoor partijen weten waar ze aan toe zijn wanneer deze begrippen gehanteerd worden. Naast dit specifieke gebruik bestaat ook in het maatschappelijke, economische verkeer een zekere behoefte aan het gebruiken en inkaderen van bestendige langetermijnwaarden. De Long Term (Sustainable) Value-definitie geeft naar onze mening een goed werkbare, algemeen geldende definitie. Het gaat hier weliswaar om de schatting van een toekomstige verkoopopbrengst (prijs), maar aangezien er veel onzekere uitgangspunten gehanteerd moeten worden zouden wij eerder willen spreken van 'waarderen' in plaats van 'taxeren'. Het opnemen van deze definitie in de taxatiestandaarden zou een welkome aanvulling vormen van de gereedschapskist van de vastgoedtaxateur/-waardeerder. In dat geval is het te overwegen de term long term (sustainable) Market Value (bestendige of duurzame langetermijnmarktwaarde) te introduceren in de taxatiestandaarden. De uitgangspunten van en toelichtingen op de marktwaardedefinitie kunnen dan herschreven worden voor de langetermijnaspecten van deze waarde(ring).

Waardebegr(p)en	Bestendige langetermijnmarktwaarde (werkdefinitie).
Context	Vastgoedwaarderen/-taxeren.
Tijdstip	t_0
Definitie / omschrijving	Langetermijnmarktwaarde is het geschatte bedrag waartegen een actief of passief op de lange termijn zou worden overgedragen tussen een bereidwillige koper en een bereidwillige verkoper in een zakelijke transactie, na behoorlijke marketing en waarbij de partijen zouden hebben gehandeld met kennis van zaken, prudent en niet onder dwang.
Toelichting / aantekening	Deze waarde wordt bepaald na een zorgvuldige beoordeling op waardepeildatum van de toekomstige verhandelbaarheid, rekening houdend met de duurzame langetermijnaspecten van het vastgoed, de normale en lokale marktomstandigheden, het huidige gebruik en alternatief geschikt gebruik. Uitgangspunt vormen de geldstromen die een redelijk efficiënte eigenaar kan genereren.

Het spreekt vanzelf dat goed onderbouwde rapportages voorwaardelijk zijn voor deze waarden, net als bij de andere waardebegrippen. De vastgoedtaxateur/-waardeerder moet, in overleg met zijn opdrachtgever, zijn eigen uitgangspunten kiezen en redeneren naar een bestendige waarde. Het rapport is een belangrijk communicatiemiddel in deze context. Verder onderzoek moet plaatsvinden (voldoende data, ook van deelmarkten) om de schattingen betrouwbaar te krijgen.

Beleggingswaarde

Dan resteert nog de vraag of we de bestendige langetermijnwaarde toesnijden op de huidige eigenaar of potentieel toekomstige eigenaar: wat is de waarde op de lange termijn voor deze eigenaar? De waardetoevoeging of -vernietiging door de exploitatie van de eigenaar wordt dan in de beschouwing betrokken.⁸ Als we dit aspect willen betrekken in een bestendige langetermijninvesteringswaarde, zal de waardeerder moeten toelichten waarom hij denkt dat die waardetoevoeging of -vernietiging blijvend zal zijn. Langetermijnwaarden kenmerken zich immers door voorzichtigheid. We betreden nu het terrein van de ondernemingswaardeerders (*business valuers*). Sommige taxateurs hebben met deze thematiek al te maken wanneer ze exploitatiegebonden vastgoed taxeren. Met inachtneming van deze kanttekeningen zou naar onze mening ook de 'bestendige langetermijninvesteringswaarde' een goede aanvulling kunnen vormen op de taxatiestandaarden. In deze praktijkhandreiking laten we dit waardebegrip buiten beschouwing.

Waardebegrip(pen)	Bestendige langetermijn beleggingswaarde (werkdefinitie).
Context	Vastgoedwaarderders/-taxeren.
Tijdstip	t_0
Definitie / omschrijving	De langetermijn-beleggingswaarde is de waarde op waardepeildatum van een actief voor een bepaalde eigenaar of toekomstige eigenaar voor individuele beleggings- of operationele doeleinden.
Toelichting / aantekening	Deze waarde wordt bepaald na een zorgvuldige beoordeling van de toekomstige handelbaarheid, rekening houdend met de duurzame langetermijn-aspecten van het vastgoed, de normale en lokale marktomstandigheden, het huidige gebruik en alternatief geschikt gebruik. Uitgangspunt vormen de geldstromen die bepaalde eigenaar of een toekomstige eigenaar kan genereren.

1.3 Economische waarde vastgoed (werkdefinitie praktijkhandreiking)

'Economisch waarderen' appelleert aan het contant maken van toekomstige geldstromen (inclusief een verkoopopbrengst). In die zin biedt de term veel vrijheid, misschien wel te veel vrijheid om 'er maar op los te rekenen' zonder veel acht te slaan op de waargenomen werkelijkheid, cycli en tendensen. Zorgvuldige communicatie en goede onderbouwingen van economische waarderingen zijn onontbeerlijk. Door onbegrip, miscommunicatie en onoordeelkundig gebruik kunnen in het maatschappelijke en economische verkeer misverstanden ontstaan, met alle schadelijke gevolgen van dien. Gelet op de voorgaande hoofdstukken zou het waardebegrip verkort kunnen worden tot 'economische waarde van vastgoed', waarmee we goed kunnen afbakenen tegen de 'bestendige langetermijnmarktwaarde' en de 'bestendige langetermijninvesteringswaarde'.

We kunnen de termen 'economische waarde' en 'economisch waarderen' gebruiken om in vrijheid toekomstige vastgoedwaarden te calculeren zonder de voorwaarde van bestendigheid (duurzaamheid). Met andere woorden: we stappen op en over de grens van de huidige waardepeildatum heen en berekenen vastgoedwaarden in de toekomst.

Waardebegr(p)en	Economische waarde vastgoed (werkdefinitie).
Context	Vastgoedwaarderen/-taxeren.
Definitie / omschrijving	Waarde geldstromen vastgoed $t_0 - t_{+x}$
Toelichting	Geen definitie. Ter invulling door waardeerder/taxateur, in overleg met de opdrachtgever. De economische waarde is in deze definitie niet beperkt tot de waardepeildatum t_0 , maar omvat ook een geprognosticeerde waarde op enig moment in de toekomst (t_{+x}).

Voor de markt luidt onze aanbeveling het begrip 'economische waarde' vrij te laten. Wij pleiten dan ook niet voor opname in de taxatiestandaarden, omdat daarmee vrije ruimte van de waardeerder onnodig beknot wordt.

De definitie en de toelichting van Overes (2016) kan daarbij als eerste handreiking dienen voor het afgekorte begrip 'economische waarde van vastgoed', waarbij het woord 'bestendig' in de aanduiding van het begrip vermeden moet worden om begripsverwarring te voorkomen. Overes beschrijft in haar onderzoek de 'behoefte aan een waardering die abstraheert van die tijdelijke marktdisrupties en een waarde op lange termijn weergeeft, uitgaande van meer evenwichtige geachte omstandigheden, de bestendige economische waarde van vastgoed'. Met het woord 'bestendig' doelt zij op de methode die gebruikt wordt om de economische waarde te bepalen. Deze waarde moet via een consistente methode bepaald worden, waarbij de input zoveel mogelijk wordt geobjectiveerd.⁹ Om informatie 'vergelijkbaar' te laten zijn in het kader van jaarverslaggeving (een belangrijk

onderwerp van haar scriptie), moet deze volgens een bestendige gedragslijn verslag worden gegeven. Wij duiden in dit boek met het woord 'bestendig' aan: niet telkens veranderend. Wij willen daarmee de houdbaarheid (blijvend, niet veranderlijk, permanent) van de waarde op lange termijn benadrukken. Overes komt na haar onderzoek en een expertsessie¹⁰ tot de volgende definitie van de 'bestendige economische waarde voor vastgoedinvesteringen (vastgoedbeleggingen en eigengebruiksvastgoed):

Waardebegrip(pen)	Bestendige economische waarde vastgoed.
Context	Vastgoedwaarderen/-taxeren.
Tijdstip	$t_0 - t_{+x}$
Definitie / omschrijving	De waarde van vastgoed op een waarderingsmoment, uitgaande van de positie van een beschouwend subject, gebaseerd op te verwachten vrije geldstromen en te verwachten marktontwikkelingen en risico's, waarbij wordt geabstraheerd van de huidige prijsvorming.
Toelichting / aantekening	<p>De economische waarde is in deze definitie niet beperkt tot de waardepeildatum t_0, maar omvat ook een geprognosticeerde waarde op enig moment in de toekomst (t_{+x}).</p> <p>...een waarderingsmoment...</p> <p>Hiermee wordt tot uitdrukking gebracht dat de bestendige economische waarde niet alleen hoeft te zien op t_0, (contant gemaakte vrije geldstromen), maar ook op een geprognosticeerde waarde op ieder moment in de toekomst (t_{+x}). Met 'een waarderingsmoment' wordt ook aangegeven dat het relevant is een tijdstip te kiezen voor het moment van waarderen. Immers de verwachtingen op dat moment zijn doorslaggevend voor de waardering. Door een bestendige economische waarde te berekenen op het gekozen waarderingsmoment, is het tevens mogelijk de economische waarde voor toekomstige jaren (de momenten t_{+x}) inzichtelijk te maken. Dat biedt beslissers extra inzicht over de geprognosticeerde waardeontwikkeling.</p> <p>...positie van een beschouwend subject...</p> <p>Een waarde is afhankelijk van de positie en situatie van het subject dat de waardering opstelt. Wanneer een ondernemer met de jaarrekening informatie wil verschaffen over zijn vastgoedinvesteringen zullen de positie en situatie van de onderneming doorslaggevend zijn bij het opstellen van de waarde. Andere partijen (bijvoorbeeld financiers, beleggers of potentiële kopers van het vastgoed) die een bestendige economische waarde willen berekenen, kunnen mogelijk tot een anderewaarde komen. Dat is afhankelijk van hun positie en situatie. Het is dan ook aan het beschouwend subject een beschouwingsperiode te kiezen waarover een waarde wordt bepaald. De keuze van de termijn waarover een bestendige economische waarde wordt bepaald, lijkt minder relevant door het feit dat tevens een eindwaarde (<i>terminal value</i>)¹¹ berekend moet worden. Afhankelijk van de gekozen termijn zal de eindwaarde variëren.</p>

Aantekening TMB, BP, RD:

Het is de waardeerder, als uitvoerder van de waarderingsopdracht, die door de ogen van de opdrachtgever moet waarderen. Dat is bij business valuation het uitgangspunt. Het is dan ook de vermogenskostenvoet van het betalende subject, die moet immers de prijs betalen en financieren, die bepalend is.

...te verwachten...

Met de term het begrip verwachten wordt geduid op causale verbanden die moeten bestaan om de waardering toetsbaar te maken. Zonder de causale verbanden zijn het slechts 'loze voorspellingen'.

... vrije geldstromen...

De vrije geldstromen zijn de inkomende geldstromen minus de uitgaande geldstromen die aan het betreffende vastgoed moeten worden toegerekend.

... marktontwikkelingen en risico's...

De te verwachten vrije geldstromen, marktontwikkelingen en risico's worden in beginsel gezien vanuit het beschouwende subject. Er zijn inputparameters te benoemen die zoveel mogelijk geobjectiveerd kunnen en moeten worden om tot een relevante waarde te komen. Hierbij valt bijvoorbeeld te denken aan de conjunctuur of de renteontwikkeling. De objectivering zou kunnen plaatsvinden door marktontwikkelingen uit het verleden te extrapoleren. Het begrip risico kan met behulp van Monte-Carlo-simulaties worden geobjectiveerd. Dat geeft de plausibiliteit van de puntwaardering weer.

Argumenten voor de objectivering van de parameters (ten opzichte van de volledig subjectivistische benadering die voortvloeit uit het ondernemerschap) zijn te vinden in de karakteristieken van de 'tweedehands' vastgoedmarkt. Dat lijkt in ieder geval voor grond te gelden en in beginsel ook voor veel opstallen. Veel vastgoed is gemakkelijk inwisselbaar in vergelijking met bijvoorbeeld machines of ondernemingen. Er is sprake van een geordende, makkelijk toegankelijke en observeerbare markt. Het vastgoed vertegenwoordigt een substantiële waarde, ook onafhankelijk van de betreffende ondernemer.

... geabstraheerd van de huidige prijsvorming ...

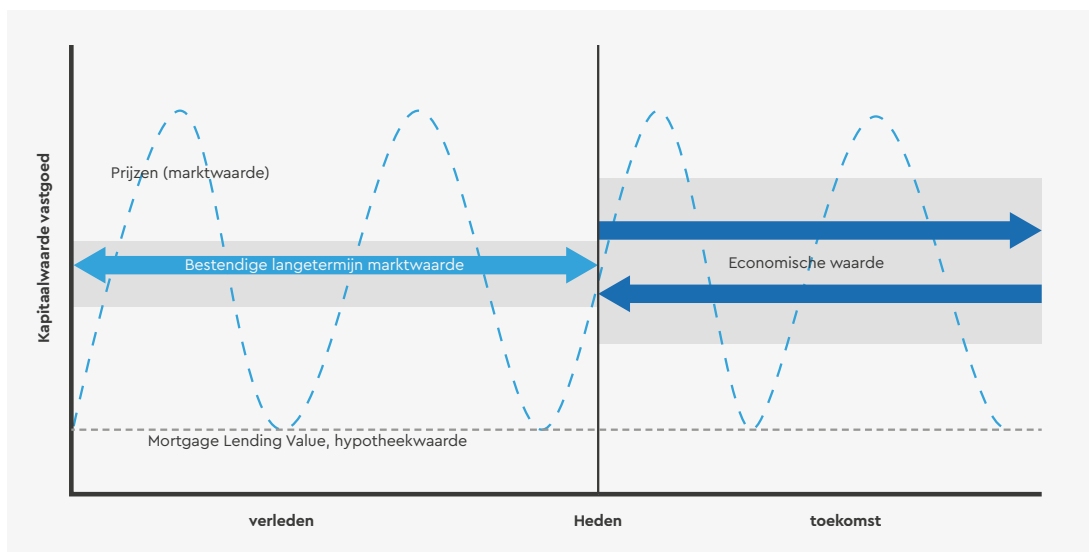
Bij de bepaling van de marktwaarde wordt een prijs bepaald die onder huidige marktcondities tot stand kan komen, daarbij wordt uitgegaan van de een bereidwillige koper en verkoper. Het principe van vraag en aanbod is relevant. De bestendige economische waarde gaat niet uit van dit principe. Het gaat juist niet om de prijs die nu op de markt verkregen kan worden, maar om een waarde op langere termijn.

Methodiek

De methode (het contant maken van toekomstige, vrije geldstromen) voor de berekening van de bestendige economische waarde is in beginsel gelijk aan die van de berekening van de marktwaarde en de bedrijfswaarde. Het verschil met de bedrijfswaarde is vooral te vinden in de mate waarin de input is 'geobjectiveerd'. Verwachtingen en risico's moeten zoveel mogelijk geobjectiveerd worden.

Het is de waardeerder, als uitvoerder van de waarderingsopdracht, die door de ogen van de opdrachtgever moet waarden. Dat is bij business valuation het uitgangspunt. Het is dan ook de vermogenskostenvoet van het betalende subject, die moet immers de prijs betalen en financieren, die bepalend is.

Met haar onderzoek heeft Overes een waardevolle bijdrage geleverd aan begripsvorming en afbakening van het economisch waarden van vastgoed. In haar definitie wordt de waardeerder veel vrijheid gegund. Van de huidige prijsvorming wordt geabstraheerd en de waardeerder kan kiezen voor een 'tijdstip nu' of een gekozen tijdstip in de toekomst. Het beschouwende subject staat voorop. De relatie met investeringsbeslissingen en het contant maken van verwachte geldstromen tegen een persoonlijke disconteringsvoet ligt dan voor de hand.¹² Vis (2010)¹³ wijst er op dat economische waarde alleen kan worden begrepen vanuit de positie en de situatie van de specifieke actoren, waardoor in het rapport veel aandacht moet worden besteed aan de omstandigheden van het geval. Voor andere (rechts)personen kan de gepercipieerde economische waarde anders uitvallen en tot een andere waarde leiden.



Figuur 1. Waardebegrippen in de vastgoedcyclus

1.4 Praktijkhandreiking: waardebegrippen verder ontleed

In de voorbeeldwaarderingen werken wij de waardebegrippen marktwaarde, bestendige langetermijnmarktwaarde en economische waarde uit. Het is dan van belang de onderlinge overeenkomsten en verschillen te duiden.

In de tabellen 1 en 2 leggen wij deze drie begrippen op de ontleedtafel en kiezen criteria (kenmerken) aan de hand waarvan we de begrippen van elkaar willen onderscheiden.

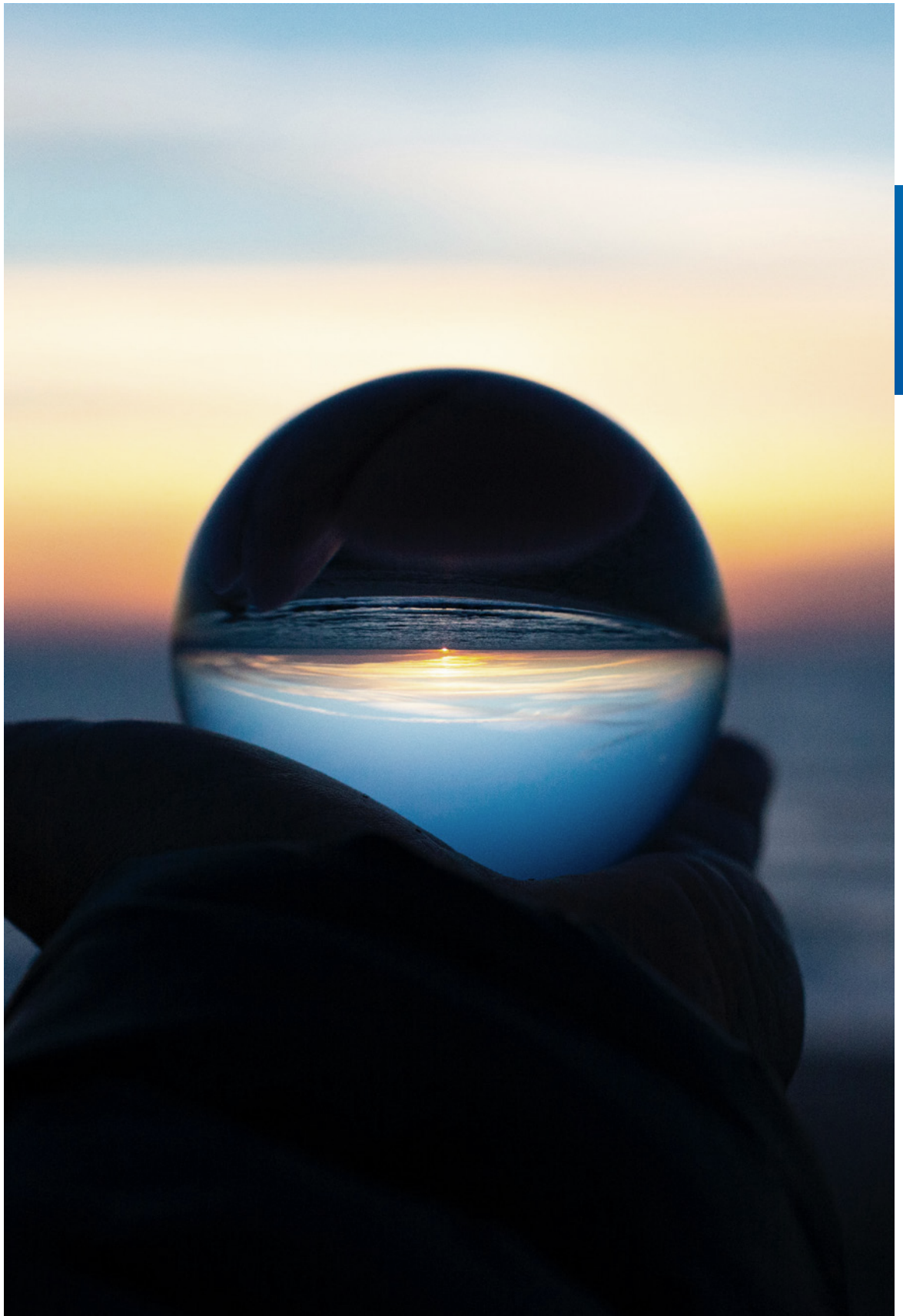
1. Marktwaarde	2. Bestendige lange termijnmarktwaarde	3. Economische waarde
<ul style="list-style-type: none"> – Geschat bedrag – Fictieve overdracht op waardepeildatum – Bereidwillige koper en verkoper – Zakelijke transactie – Behoorlijke marketing – Kennis van zaken, prudent, niet onder dwang 	<ul style="list-style-type: none"> – Geschat bedrag – Fictieve overdracht op lange termijn – Bereidwillige koper en verkoper – Zakelijke transactie – Behoorlijke marketing – Kennis van zaken, prudent, niet onder dwang 	<ul style="list-style-type: none"> – Waarde – Een waarderingsmoment – Positie beschouwend subject – Te verwachten vrije geldstromen – Te verwachten marktontwikkelingen en risico's – Geabstraheerd van huidige prijsvorming
<ul style="list-style-type: none"> – Huidige marktomstandigheden 	<ul style="list-style-type: none"> – Normale marktomstandigheden – Geen marktfalen, geen tekort aan liquiditeit, geen vertrouwenscrisis, geen ongewone schommelingen in vraag en aanbod door abnormale economische tijden 	

Tabel 1. Vergelijking elementen waardebegrippen

Wat zijn de kenmerkende criteria van de verschillende waardegrippen die van belang zijn om richting te geven aan de waarderingen? Wij presenteren in tabel 2 criteria aan de hand waarvan wij kenmerken van de waardebegrippen hebben onderscheiden.

Criteria	1. Marktwaaarde
Waardepeildatum	t_0
Prijs versus waarde	Prijs
Actualiteit versus lange termijn	Actualiteit
Volatiel, onjuctuurgevoelig, gevoelig voor korte termijn schokken	Ja
Type koper	Meest gerede koper
Waarderingsmethode	BAR/NAR in combinatie met DCF methode
Aanvangsrendement, disconteringsvoet	Aanvangsrendement + disconteringsvoet
Referenties/transacties	Actuele referenties (< dan 12 maanden)
Huurinkomsten, markthuurl, vrije geldstromen	Huurinkomsten contract / huurwaarde
Beschouwingsperiode / termijn	10-15 jaar
Status	Alom bekend en goed bruikbaar, geaccepteerd
Koop, verkoop, consolideren	Fictieve verkoop
Geobjectveerde of subjectieve schatting	Subjectief met actuele referenties
Kennis taxateur / waardeerder	Goede kennis actuele markt(ontwikkelingen)
Onderbouwing	Uitgebreid, helder, volledig, transparant
Veronderstellingen / uitgangspunten	Feitelijk
Focus	Markt en referenties
Lange termijn	Impliciet verdisconteerd in actuele referenties

	2. Bestendige lange termijnmarktwaarde	3. Economische waarde
	t_0	t_0 t_{+x}
	Prijs op lange termijn (los van actuele marktwaarde)	Waarde
	Duurzame lange termijnaspecten	Duurzame langetermijnaspecten
	Nee. Normale omstandigheden	Nee
	Meest gerede koper	Perspectief beschouwend subject
	BAR/NAR in combinatie met DCF methode	BAR/NAR in combinatie met DCF methode
	Aanvangsrendement + disconteringsvoet	Aanvangsrendement + disconteringsvoet
	1. Referenties nu (t_0) en in het verleden (t_{-x})	1. Inschatting economie en Markt
	2. Inschatting economie en vastgoedmarkt	2. Referenties nu (t_0) en in het verleden (t_{-x})
	Markthuurwaarde	Markthuurwaarde / vrije geldstromen
	7-30 jaar, afhankelijk van markt en object/flexibel	10-15 jaar, afhankelijk van markt en object/flexibel
	Werkdefinitie, aanbeveling taxatiestandaard	Geen, vrijlaten
	Verkoop, lange termijn perspectief	Geen verkoop
	Subjectieve, gemotiveerde schatting	Subjectieve, gemotiveerde schatting
	Diepgaande kennis markt(ontwikkelingen)	Diepgaande kennis markt- en economische (ontwikkelingen)
	Uitgebreid, helder, volledig, transparant	Uitgebreid, helder, volledig, transparant
	Inschatting waardeerder	Inschatting waardeerder
	Economie en markt	Economie, markt en business (model)
	Ja, herhaald het verleden zich?	Ja



2. Dilemma's voor de vastgoedtaxateur

2.1 'Bewijzen' en onderbouwen	29
2.2 Prijsvorming op lange termijn	29
2.3 Toekomstige markten	30
2.4 Wisselende perspectieven subjecten	30
2.5 Aanvangsrendement & disconteringsvoet	31

In hoofdstuk 1 hebben wij de verschillende definities van langetermijnwaarden de revue laten passeren en de waardebegrippen verder ontleed ten behoeve van de voorbeeldwaarderingen. Bij het opstellen van onze waarderingsrapporten van stuiten wij op enkele dilemma's waar de vastgoedtaxateur tegenaan loopt wanneer hij langetermijnwaarden wil bepalen. Die behandelen wij in vijf paragrafen (2.1-2.5). In paragraaf 2.6 behandelen wij de opbouw van de disconteringsvoet.

2.1 'Bewijzen' en onderbouwen

Aan marktwaardetaxaties kleeft de schijn van objectiviteit, omdat ze idealiter zoveel mogelijk gebaseerd zijn op actuele marktgegevens. Marktwaardetaxaties van individuele objecten zijn echter moeilijk te verifiëren (geldigheid aantonen) noch te falsifiëren (ongeldigheid aantonen). De taxateur gaat uit van een fictieve verkoop, die in werkelijkheid niet plaats heeft gevonden. In de kern is een taxatie of een waardering een subjectieve aangelegenheid van een deskundige én zijn opdrachtgever. Voor de waardebegrippen die we voor de praktijk in kaart willen brengen geldt, dat het 'harde bewijs' nóg lastiger te leveren is, al zijn daarin nuanceringen aan te brengen. Het rapport moet daarom zoveel mogelijk narekenbaar en navolgbaar zijn. De taxateur/waardeerder moet inzicht bieden in zijn gedachtegang, zodat de gebruiker kan reflecteren op het gerapporteerde en zijn eigen aanpassingen kan maken.

2.2 Prijsvorming op lange termijn

Het is onwennig voor taxateurs/waardeerders dat ze zich niet rechtstreeks kunnen baseren op de actuele prijsvorming rond een bepaalde waardepeildatum. Voor een marktwaardetaxatie zoeken taxateurs zoveel als mogelijk aansluiting bij betaalde prijzen uit het heden (t_0) of het verleden (t_x). Die referenties ondersteunen een gerapporteerde marktwaarde, al moet men de waarde ervan niet overschatten.¹⁴ De bestendige langetermijnwaarde en de economische waarde verschillen van de marktwaarde, doordat de taxateurs/waardeerders de *vermoedelijke prijsvorming* – de referenties – op lange termijn in ogenschouw nemen. Net als bij marktwaardetaxaties dienen prijzen uit het heden en het verleden als onderbouwing van de waarden. De werkdefinitie van bestendige langetermijnmarktwaarde is het geschatte bedrag waartegen een actief of passief op de lange termijn zou worden overgedragen tussen een bereidwillige koper en een bereidwillige verkoper in een zakelijke transactie, na behoorlijke marketing en waarbij de partijen zouden hebben gehandeld met kennis van zaken, prudent en niet onder dwang. We zien in deze definitie de kernelementen van de marktwaardedefinitie terug, met één verschil: het tussenvoegen van de woorden 'op de lange termijn'. De taxateurs/waardeerders abstraheren dan van de actuele prijsvorming op de waardepeildatum en beredeneren een prijs die op lange termijn betaald zou kunnen worden door een derde koper. Het gaat om de verkoopopbrengst van het vastgoed die, op basis van ervaring, naar verwachting in de markt over een lange tijdsperiode kan worden bereikt, zonder rekening te houden met tijdelijke, bijvoorbeeld economisch opgewekte waardeschommelingen op de relevante vastgoedmarkt en met uitzondering van bijzondere veronderstellingen.¹⁵

2.3 Toekomstige markten

Het is voor taxateurs lastig 'de drempel van het heden' te overschrijden en de actuele prijsvorming los te laten. Taxateurs hebben geen glazen bol. Toekomstige markten, cycli en prijzen kennen ze niet en toekomstige marktwaarden (t_{+x}) mogen ze niet rapporteren. Tegelijkertijd zijn in de betaalde prijzen en getaxeerde marktwaarden impliciet toekomstverwachtingen verwerkt. In de marktwaarde worden uitsluitend toekomstverwachting van de markt op de waardepeildatum tot uitdrukking gebracht. De stand van de vastgoedmarkt op die datum heeft dan directe invloed op de marktwaarde. Op de toekomstverwachting zijn vele factoren van toepassing, bijvoorbeeld interne objectkwaliteit (de kans op huurverlenging, op wanbetaling, op (gunstige) bestemmingsplanontwikkelingen in de omgeving, asbestrisico's) maar ook algemene/ externe factoren (de kans op een recessie, een politiek stabiel landsbeleid, een bepaalde rente- of inflatieontwikkeling). Taxateurs zijn wel gewend naar de toekomst te kijken en daaraan te rekenen. Ze maken contantewaardeberekeningen over een lange, toekomstige periode, waarbij een eindwaarde aan het einde van die periode wordt bepaald. Deze DCF-berekeningen dienen vaak als een sanity check op marktwaarden die met behulp van een aanvangsrendement worden berekend. Hoe verder weg in de tijd de eindwaarde ligt, hoe minder zwaar hij weegt in de contante waarde. Daardoor wordt het belang ervan wat gedrukt.

2.4 Wisselende perspectieven subjecten

Bij marktwaardetaxaties gaat de taxateur uit van bereikwillige kopers en verkopers. Deze aannames hanteren waardeerders ook bij de bestendige langetermijnmarktwaarde. Bij economisch waarderen kan de waardeerder vastgoed in ogenschouw nemen vanuit verschillende perspectieven. Allereerst is daar het perspectief van de belegger en de eigengebruiker van vastgoed. Een familie die haar kroonjuwelen voor vele generaties wil vasthouden kijkt anders naar het vastgoedbezit dan een risicomanager van een vastgoedfinancier die beducht is voor allerlei vastgoedrisico's op de korte en middellange termijn. De accountant die de continuïteit van een bedrijf beoordeelt, zal niet alleen kijken naar de marktwaarde van het vastgoed, maar ook naar het geldgenererende vermogen van het vastgoed op lange termijn.

2.5 Aanvangsrendement & disconteringsvoet

In theorie kan de taxateur een disconteringsvoet voor DCF-calculaties onderbouwen, in de praktijk is dat lastiger. De marktwaarde wordt in de praktijk doorgaans aan de hand van aanvangsrendementen bepaald, waarna aan de hand van een gekozen disconteringsvoet de contante waarde van de geldstromen wordt afgezet tegen de marktwaarde. Direct marktbevijs van de hoogte van disconteringsvoeten is niet voorhanden, wel van het bestaan. Verschaffers van vermogen stellen dat niet gratis ter beschikking.

Van Wouwe, Berkhout en Tansens schrijven over de opbouw van het aanvangsrendement:

'Het verwachte rendement (R) van een investering bestaat uit twee variabelen: een vergoeding voor het verlies aan liquiditeit en een risicopremie. De risicovrije nominale rentevoet (illiquiditeitspremie)¹⁶ omvat een investering zonder risico waarin de huidige inflatieverwachting verwerkt is ('risk free rate' of RFR). Deze RFR wordt geacht voor elke investering gelijk te zijn. Voor vastgoedbeleggers merkt men wel het nominaal rendement van tienjaars staatsobligaties aan als een relevante rentestand, hoewel men kan betwijfelen of (staats)obligaties wel zo risicoloos zijn. Er kunnen afwijkingen ontstaan tussen de inflatieverwachting bij aanschaf enerzijds en tijdens de looptijd daadwerkelijk opgetreden inflatie anderzijds. Een intrestvoet-risico blijft aanwezig. Het waardeverloop van een (staats)obligatie is onzeker. Wanneer men deze basis echter zou verwerpen, is er geen goed alternatief voorhanden voor de risicovrije rentevoet. De risicopremie (RPR) wordt verondersteld de extra risico's van een vastgoedbelegging te compenseren en varieert van belegging tot belegging. Voor een constante, oneindige inkomstenstroom (H) is de waarde (W) gelijk aan de constante geldstroom per periode gedeeld door het verwachte rendement (R): $R = H/W$ (aanvangsrendement). Hieruit kan men

concluderen dat het aanvangsrendement gelijk is aan het gewenste looptijdrendement; verlies aan liquiditeit, inflatie en risicopremie daarbij inbegrepen. Wanneer men aanneemt dat er sprake is van een constant groeiende, oneindig durende inkomstenstroom (g), is de waarde (W) gelijk aan de constante inkomstenstroom (H) gedeeld door het verwachte rendement minus de inkomstengroei: $W = H/(R-g)$. Wij zien hierin een toepassing van het Gordon's Growth Model. Doordat de inflatie in huurverhogingen en in de (rest)waardeontwikkeling van een bepaald object doorwerkt, wordt het inflatiepercentage doorgaans als een verwachting voor de langetermijngroei ('verwachte huurgroei') aangemerkt. Daarbij kunnen afwijkingen naar boven of beneden voorkomen, afhankelijk van marktsituatie en marktrisico. Uit onderzoek van Hakfoort en Kruijt komt naar voren dat er een grote mate van overeenstemming valt te constateren tussen de werkelijke inflatie en de verwachte inflatie die de beleggers hanteren als groeiverwachting. Voor langetermijnbeslissingen laten beleggers zich ten aanzien van de groeiverwachting leiden door het actuele inflatiepercentage. Het aanvangsrendement kan dan eenvoudiger worden weergegeven als $BAR = RFR +/- RPR-g$. Er is sprake van een duurzame groeivoet die verwacht kan worden uit het desbetreffende object zonder dat extra investeringen noodzakelijk zijn.¹⁷

Aanvangsrendementen worden uit transacties gedestilleerd. Eerder onderzoek suggereert dat naast de exploitatieduur en de initiële investering de bruto jaarhuur in relatie tot de initiële investering bepalend is voor de prijs die bij verkoop kan worden gerealiseerd. De prijsvorming op het moment van aankoop lijkt een goede indicatie van de toekomstige marktprijs.¹⁸

Voor de calculaties in deze praktijkhandreiking hebben we primair het bruto aanvangsrendement als uitvalsbasis genomen en daarnaast ook onderbouwingen gegeven van de disconteringsvoet. De disconteringsvoet is ontleend in een risicovrije rentevoet en risico-opslagen voor locatie, object, gebruiker en management performance.



3. Rapporteren van langetermijnwaarden

3.1 Vastgoedtaxatiestandaarden en praktijkhandreikingen	34
3.2 Ondernemingswaardering – business valuation	34
3.3 Mededeling Europese Commissie	35
3.4 Evaluatie	36
3.5 Praktijkhandreiking: bouwstenen voor de waarderingsrapporten	36

In de voorgaande hoofdstukken bespreken wij de verschillende definities van langetermijnwaarden (1) en dilemma's waarmee de vastgoeddeskundige te maken krijgt wanneer hij langetermijnwaarden wil bepalen (2). In dit hoofdstuk staan we voor de opgave deze inzichten in de praktijk te brengen. In dit hoofdstuk bieden wij inzicht in de wijze waarop wij tot de verschillende waarderingsrapporten zijn gekomen.

EVS 5 (Rapportage inzake taxatie) stelt dat de taxateur geen betrouwbare adviezen kan geven over de waarde op enig moment in de toekomst vanwege de ongewisheid van de omstandigheden. Maar zijn observaties en opmerkingen kunnen voor sommige klanten wel behulpzaam zijn als het waarderingsrapport aangeeft waar de huidige marktomstandigheden significant verschillen van ontwikkelingen op de lange termijn, waarbij moet worden gedacht aan tientallen jaren. Langetermijnwaarde is volgens de standaard geen waardegrondslag, alhoewel een klant wel de opdracht kan geven om gebruik te maken van een van de versies van de hypotheekwaarde als grondslag voor een of andere vorm van duurzame waarde.¹⁹

De internationale taxatiestandaarden EVS en IVS bevatten rapportagestandaarden. Deze standaarden zijn algemeen van opzet en hebben betrekking op de waardebegrippen die in de respectievelijke standaarden worden genoemd. Als we willen rapporteren over langetermijnwaarden, is het essentieel dat de uitgangspunten voor de waardering zo uitgebreid mogelijk worden

toegelicht. Een opdrachtgever en gebruiker moet immers de gedachtegang en de berekening van de waardeerder kunnen volgen, al was het maar om daarvan af te kunnen wijken met een eigen visie en alternatieve waarderingsrapporten te kunnen maken.

Over de *Long-Term Sustainable Value* (L-TSV) is gesteld dat deze moet worden bijgehouden en ingediend in een schriftelijk rapport (Long-Term Sustainable Network 2018). Het taxatierapport moet (onder meer) de volgende specifieke elementen bevatten:

- De L-TSV van het pand.
- Een commentaar op de markt voor het vastgoed, dat wil normaal gesproken zeggen: inclusief een marktwaarde.
- Een beschrijving van de gehanteerde waarderingsmethodologie en analyse.
- De gehanteerde veronderstellingen.
- Een commentaar op mogelijke factoren die van invloed kunnen zijn op de waarde en / of verhandelbaarheid van het vastgoed.

Dit is een kort lijstje. Met name als we vanwege het gehanteerde waardebegrip geen directe aangrijpingspunten vinden in marktreferenties, maar kijken naar de lange ongewisse lange termijn, zal meer informatie en onderbouwing gewenst zijn. In dit hoofdstuk gaan wij op zoek naar onderwerpen die nuttig zouden kunnen zijn als we over langetermijnwaarden zouden willen rapporteren.

Met onze werkdefinities bevinden we ons op onbekend terrein. Daarom is het goed ingrediënten te verzamelen die voor de rapportages bruikbaar zijn. Daartoe lopen we in dit hoofdstuk de verschillende rapportagerichtlijnen na voor vastgoed (3.1), business valuation (3.2) en de reële economische waarde (3.3), gevolgd door een tussentijdse evaluatie (3.4). In 3.5 reiken we een aantal bouwstenen voor de waarderingsrapporten aan.

3.1 Vastgoedtaxatiestandaarden en praktijkhandreikingen

De rapportagestandaard IVS 103 (EVS 2016) geeft kort en kernachtig de punten weer die een taxatierapport moet bevatten:

- Reikwijdte van de uitgevoerde werkzaamheden.
- Gekozen benadering of benaderingen.
- Toegepaste methode of methoden.
- Gehanteerde primaire inputparameters.
- Gehanteerde uitgangspunten.
- Conclusie(s) omtrent waarde en de belangrijkste redenen voor de bereikte conclusies.
- Datum van het rapport (die kan verschillen van de waardepeildatum).

Deze standaard moet in samenhang worden gezien met de voorafgaande standaarden IVS 101 (Reikwijdte van de werkzaamheden) en IVS 102 (Onderzoek en naleving). In de eerstgenoemde standaard worden de fundamentele voorwaarden van een taxatieopdracht beschreven, zoals het actief of de activa die worden getaxeerd, het doel van de taxatie en de verantwoordelijkheden van de partijen die bij de taxatie betrokken zijn. De tweede standaard behandelt onderzoeken die moeten worden verricht, het taxatiedossier en de naleving van andere standaarden.

EVS 5 (Rapportage) hanteert in de kern dezelfde inhoudsopgave, maar doet deze vergezellen van meer praktische aanwijzingen voor de taxateur. Wij lichten er de volgende elementen uit ter aanvulling van de IVS-lijst:

- Uitgevoerde onderzoeken.
- Het object (feitelijke situatie).
- Juridische situatie.
- De markt.

Voor een meer gedetailleerde vergelijking van de twee standaarden met commentaar verwijzen wij naar de Praktijkhandreikingen Nederlandse Vastgoedtaxaties van de NVM.²⁰ In de NRVT-reglementen en de Praktijkhandreikingen zijn nog meer rapportagevereisten voor de NRVT-taxateur opgenomen.

3.2 Ondernemingswaardering – business valuation

In dit boek richten we ons niet zozeer op de waardering van bedrijven en bedrijfsbelangen²¹, maar op langetermijnwaarden van vastgoedobjecten. Wanneer we vastgoedobjecten vanuit het worth-/beleggingswaardeperspectief waarderen, komt ook de toegevoegde waarde door de ondernemer/onderneming ten aanzien van dat vastgoed aan bod. Dat kan evenzeer aan de orde zijn als we vastgoed economisch waarderen. Daarmee bevinden we ons (deels) op het terrein van de ondernemingswaardeerders, omdat de waardeerder de invloed van de onderneming en ondernemer zal beschrijven/onderbouwen en calculeren. Waardoor genereert het vastgoed in deze onderneming of door deze ondernemer meer of minder in- en uitgaande geldstromen?

Voor business valuation rapporten houdt men wel de volgende indeling van een waarderingsrapport aan:

- Beschrijving opdracht, doel opdrachtgeven en opdrachtnemer, exoneraties.
- Beschrijving van de onderneming.
- Indien nodig beschrijving economische omgeving (macro en meso).
- Toelichting van de financiële geschiedenis.
- Huidige situatie en verwachte ontwikkelingen (toetsen met algemeen bekende branchegegevens).
- De verwachte geldstroom, eventueel vanuit de verschillende *value drivers*.
- Vermogenskostenvoet.
- Waardering.
- Conclusie.

Aan Laro & Pratt (2011) ontleen wij nog een aantal extra elementen:

- Gebruikte en overwogen waarderingsbenaderingen.
- Bronnen van informatie waarop wordt vertrouwd.
- Relevante economische en industriële analyses.
- Financiële analyse van het bedrijf.
- Beschrijving van het waarderingsproces.

Ze beschrijven zeer uitgebreid en gedetailleerd diverse standaarden die voor de Verenigde Staten van toepassing zijn.

Het NIRV geeft richtlijnen voor de waarderingswerkzaamheden en rapportering van de Register Valuator (NIRV concept-Richtlijn 500).²² Deze richtlijn heeft de status van aanbeveling en bevat praktische aanknopingspunten voor de uitvoering van waarderingswerkzaamheden. Er bestaat geen vast format voor waarderingsrapporten en de NIRV acht dit ook niet wenselijk – hetgeen ook duidelijk gemaakt wordt in de rapportagerichtlijnen. Wel geeft men een overzicht van aan aantal vaak terugkerende onderdelen. Nadere bestudering van de richtlijn leert dat er veel overeenkomsten zijn met de rapportage van vastgoedtaxateurs (bijlage 2). Er wordt, zoals men kan verwachten van een ondernemingswaardering, veel aandacht besteed aan het analyseren van de onderneming en de economische omgeving waarin de onderneming opereert:

- Structuur van de onderneming.
 - Juridisch, eigendom, zeggenschap, organisatorisch, fiscaal.
- Geschiedenis van de onderneming.
- Huidige activiteiten en strategie van de onderneming.
- De economische omgeving waarin de onderneming opereert.
 - Macro-economische en conjuncturele ontwikkelingen.
 - Branche.
 - Relevante markt en marktaandeel, concurrenten.
 - Afnemers en leveranciers.
 - (Overheids)regelgeving.
 - Technologische aspecten.
- Financiële analyse van de onderneming.
 - Financiële historie en normalisaties.
 - Ratio-analyse.
- Financiële prognoses van de onderneming.
 - Prognoseperiode.
 - Restwaarde.

Vaak zal de vastgoedtaxateur geen toegang hebben of krijgen tot deze bedrijfsgegevens. Dat kan een belemmering vormen voor het beoordelen van de langetermijnwaarden. Daarvan dienen de opdrachtgever, de waardeerder en de gebruiker van het rapport zich bewust van te zijn. Het is dan aan de opdrachtgever opening van zaken te geven.

3.3 Mededeling Europese Commissie

We bespraken in hoofdstuk 1 de mededeling van de Europese Commissie aangaande de reële economische waarde (Europese Commissie 2009). In bijlage 3 van de mededeling eist men ‘volledige openheid van zaken’ over die activa en de desbetreffende bedrijfsactiviteiten. Vervolgens presenteert men een tabel, waarin de gegevens – gebaseerd op waargenomen ‘goede praktijken’ – over de activiteiten van banken met betrekking tot de activa worden gestructureerd. Er is veel aandacht voor (latente) risico’s en risicobeheersing. Wij hebben uit de tabel een aantal elementen geselecteerd die voor langetermijnwaarden van vastgoed van belang kunnen zijn:

Businessmodel

Beschrijving van het businessmodel (redenen om bepaalde activiteiten te ondernemen en de bijdrage daarvan aan de waardecreatie) en in voorkomende gevallen beschrijving van strategieën en doelstellingen.

Beschrijving van het belang van de activiteiten en hun bijdrage aan de bedrijfsactiviteit (met o.m. een kwantitatieve discussie).

Risico- en risicobeheer

Beschrijving van de aard en de omvang van de met de activiteiten samenhangende risico's.

Vraagstukken op het gebied van de grondslagen voor de verslaggeving en de waardebepaling

Beschrijving van de waarderingsmodellen en -technieken en de instrumenten waarop deze worden toegepast.

Beschrijving van de waarderingsprocessen (met name een bespreking van de aannames en inputfactoren waarop deze modellen zijn gebouwd).

Het soort aanpassingen dat wordt toegepast om het *model risk* en andere elementen van onzekerheid over de waardering tot uiting te brengen.

Stress-scenario's.

Waarderingsmethodieken en voornaamste bepalende factoren.

Gevoeligheid van de waardering voor veranderingen in de belangrijkste veronderstellingen en inputs.

Vraagstukken met betrekking tot presentatie

Informatieverschaffing in de vorm van een verhalende beschrijving moet in de ruimst mogelijke mate worden aangevuld met verhelderende tabellen en overzichten met het oog op een grotere duidelijkheid.

3.4 Evaluatie

De internationale taxatiestandaarden geven vrij summiere richtlijnen voor taxatierapporten van vastgoedobjecten. De Nederlandse NRVT-reglementen en Praktijkhandreikingen bevatten meer gedetailleerde regels en richtlijnen waaraan taxatierapporten van een professionele taxateur moeten voldoen. Deze regels en richtlijnen kunnen een goede basis vormen van rapporten aangaande langetermijnwaarden.

Als het gaat om het waarderen van langetermijnwaarden, spelen de actuele marktreferenties een bescheiden rol. In de kern gaat het immers om waardering op lange termijn, los van de prijsvorming op de huidige vastgoedmarkt. Die waardering is met onzekerheden omgeven, maar dat geeft de waardeerder geen vrijbrief voor fantasie-taxaties. De professionele waardeerder zal daarom zijn waardering narekenbaar en navolgbaar willen onderbouwen. Wanneer het op waarderen van beleggingswaarden en economische waarden aankomt, zal de waardeerder zich moeten afvragen welke waarde het vastgoed heeft binnen of voor de onderneming of de ondernemer: welke waarde wordt toegevoegd aan het vastgoed? Elementen uit business valuation-rapportages kunnen dan aan bod komen, evenals de know how van een *business valuator*. In hoofdstuk 2 bespraken we de elementen van de verschillende waardebegrippen. Deze zullen ook gewogen en eventueel besproken moeten worden om de opdrachtgever en gebruikers van de rapporten goed voor te lichten over de betekenis en de gebruikswaarde van gerapporteerde waarde.

3.5 Praktijkhandreiking: bouwstenen voor de waarderingsrapporten

In de voorgaande paragrafen hebben wij een aantal bouwstenen van het waarderingsrapport behandeld. Voor het opstellen van vastgoed-taxatierapporten heeft het NRVT in haar reglementen en praktijkhandreikingen de nodige aanwijzingen gegeven. Deze vloeien voor een belangrijk deel voort uit de internationale taxatiestandaarden IVS en EVS en de aanbevelingen van het Platform Taxateurs en Accountants²³. NVM Business heeft ook haar steentje bijgedragen door een viertal praktijkhandreikingen te publiceren waarmee taxateurs door de standaarden worden geloodst.²⁴ Aan deze reglementen, aanbevelingen en handreikingen willen wij vanzelfsprekend niets afdoen. Ze geven goede aanwijzingen voor het opstellen van taxatierapporten. Omdat vastgoedwaardeerders zich met langetermijnwaarderingen en het economisch waarderen op een nieuw terrein begeven, willen wij de aandacht vestigen op een aantal aspecten die zowel voor de waardeerder als de opdrachtgever/gebruiker van belang kunnen zijn. Met deze aspecten kan de waardeerder bestaande sjablonen van taxatierapporten aanvullen of wijzigen.

1. 'Waardering' in plaats van 'Taxatie'

Geef het rapport de kop 'Waardering'. Vermijd verwarring met marktwaardetaxaties, waarbij men wil aansluiten bij prijzen die op de markt betaald zouden kunnen worden. Waarderingen worden gebaseerd op zelf gekozen theoretische uitgangspunten en veronderstellingen, ze bevatten vele subjectieve elementen.²⁵

2. Economische waarde: beschouwend subject & beschouwingsperiode

Beschrijf vanuit welk perspectief de economische waarde wordt bepaald en over welke termijn de waarde wordt berekend. De opdrachtgever moet hiervoor aanwijzingen en opening van zaken geven, idealiter in samenspraak met de waardeerder. Welke achtergrond, kenmerken en visie heeft de eigenaar/gebruiker/exploitant van het vastgoed? In hoeverre is dit meegenomen in de waardering? Met welke bril op wordt de waarde bepaald? Een familie met een lange termijn horizon? Een *risk manager* die maximaal zeven

jaar wil vooruitkijken? Welke veronderstellingen en uitgangspunten horen daarbij?

Verskillende partijen kunnen uiteenlopende percepties hebben over de toekomst, toekomstige risico's en (risico's rond) verwachte geldstromen. Een waarde is afhankelijk van de positie en situatie van het subject dat de waardering opstelt. Het zijn de positie en de situatie van de opdrachtgever die door de waardeerder worden gebruikt en eventueel kunnen worden becommentarieerd. Wanneer een ondernemer met de jaarrekening informatie wil verschaffen over zijn vastgoedinvesteringen zullen de positie en situatie van de onderneming doorslaggevend zijn bij het opstellen van de waarde. Andere partijen (bijvoorbeeld financiers, beleggers of potentiële kopers van het vastgoed) die een bestendige economische waarde willen berekenen, kunnen mogelijk tot een andere waarde komen. Dat is afhankelijk van hun positie en situatie. Het is dan ook aan het beschouwend subject een beschouwingsperiode te kiezen waarover een waarde wordt bepaald. Afhankelijk van de gekozen termijn zal de waarde variëren.

3. Disclaimers

Maak duidelijk dat de gerapporteerde waarde is gebaseerd op toekomstverwachtingen en subjectief van aard is. De waarde is in hoge mate afhankelijk van de gehanteerde veronderstellingen en uitgangspunten, de gehanteerde waarderingmethode(n) en de variabelen die in de waarderingmethode zijn verwerkt. Toekomstgerichte informatie is onzeker. De waardering geeft geen garantie of bevestiging van het realiseren van toekomstige (financiële) ontwikkelingen zoals gepresenteerd in dit rapport. Beschrijf in hoeverre de waardeerder in het rapport gegevens heeft verwerkt die door de opdrachtgever ter beschikking zijn gesteld. Zijn deze gegevens (op hoofdlijnen) geanalyseerd en al dan niet op juistheid gecontroleerd? Is accountantscontrole uitgevoerd? Maak duidelijk dat de waardeerder de juistheid en de volledigheid van deze informatie niet garandeert.

De schattingen zijn gebaseerd op wat de waardeerder op t_0 weet of kan weten. Toekomstige veranderingen kunnen de waarde beïnvloeden. Maak duidelijk dat er geen opdracht is verleend om de opdrachtgever daarover verder te informeren; ook niet als sprake is van forse veranderingen.

4. Doelstelling opdracht

Maak duidelijk dat de opdrachtgever zich ervan bewust is dat de waardering gebaseerd is op de subjectieve inschatting van de waardeerder en zijn opdrachtgever. De gehanteerde veronderstellingen, uitgangspunten en scenario's kunnen afwijken van de opvattingen van opdrachtgever. Heeft de opdrachtgever specifieke instructies aan de waardeerder gegeven? Zijn er bijzondere uitgangspunten?

Op basis van welke bronnen is de waardering gebaseerd (contracten, jaarrekeningen, gegevens opdrachtgever, interne research, marktgegevens)? Bevat het rapport informatie en opinies die zijn ontleend aan betrouwbaar geachte bronnen? Geef een uitputtende opsomming in de bijlage. Vermeld gespreksverslagen (met data en de namen van aanwezigen). Zijn andere experts ingeschakeld?

5. Waarderen van vastgoed, geen ondernemingswaardering

Maak duidelijk dat de waardering geen ondernemingswaardering betreft, maar primair het waarderen van vastgoed, waarbij management performance een rol kan spelen.

6. Portefeuille of individueel object

Wordt een vastgoedportefeuille gewaardeerd of heeft de waardering betrekking op individuele objecten? Synergie en risicospreiding kunnen een rol spelen in de waardering, evenals fiscale aspecten en financieringsaspecten.

7. Prognoses

Op welke interne (research) en externe gegevens (bijvoorbeeld: marktrapporten, gegevens verstrekt door opdrachtgever) zijn de prognoses gebaseerd.

8. Bespreking gebruikte waarderingmethodiek(en)

Bespreek de gehanteerde methodieken. BAR, NAR, DCF.

9. Risico's

Voor vastgoedinvesteerders (eigengebruikers en beleggers) zijn er vele risico's te benoemen die zich kunnen vertalen in evenzovele risico-opslagen. Wij hebben de risico-opslag uiteindelijk onderverdeeld in drie hoofdcategorieën: 1. locatie en object, 2. gebruiker(s) en 3. management performance.

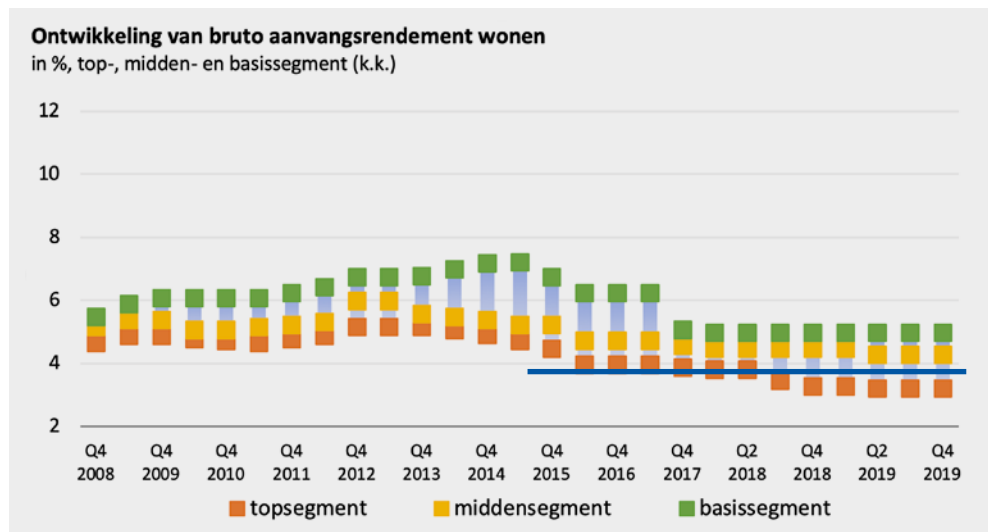
Toekomstige verwachte marktrisicopremies zijn niet direct kenbaar uit de markt. In de praktijk worden ze wel afgeleid van data uit het verleden en het standpunt gehuldigd, dat het geobserveerde rekenkundig gemiddelde van deze marktrisicopremie over een langere periode een goede schatting is van de toekomstige marktrisicopremie, onder de voorwaarde dat het verleden een getrouwe weergave is van hetgeen ook in de toekomst is te verwachten.

Opbouw disconteringsvoet	1. Marktwaarde (t=0)	2. Bestendige lange termijn (markt-)waarde (t=0)	3. Economische waarde (t=15)
1. Risicovrije rentevoet (10 jaar)	0,00%	0,00%	0,00%
2. Risico locatie & object	7,00%	8,00%	8,00%
3. Risico gebruiker(s)	-0,50%	-0,50%	1,00%
4. Risico performance management	0,00%	0,00%	-0,50%
Disconteringsvoet	6,50%	7,50%	8,50%

Tabel 3. Opbouw disconteringsvoet

Risico locatie & object

De risico-opslag voor locatie en object leiden wij af uit het verloop van de brutoaanvangsrendementen uit het verleden en voorzover de data toereikend zijn zo specifiek mogelijk. Er is de mogelijkheid om af te wijken van de gerapporteerde gemiddelde BAR-en uit de markt.



Tabel 4. Voorbeeldgrafiek, bron Cushman & Wakefield

Wegens het ontbreken van data hanteren we voor de risico's aangaande de gebruiker (par. 4.2) en de performance van het management (par. 4.3) een tabel waarin we de risico's beoordelen op een schaal van 'zeer laag' tot 'zeer hoog'. Deze kwalificaties kunnen nader toegelicht worden in de kolom naast de score.

Risico gebruiker

In tabel 5 groeperen en scoren we het risico van de gebruiker in een drietal hoofdcategorieën, te weten 1. contract, 2. financieel en 3. markt, sector, branche. Onder deze hoofdcategorieën hebben we één of meer subcategorieën geschaard.

3. Risico gebruiker(s)	Kwalificatie risico
Score: zeer laag / laag / gemiddeld / hoog / zeer hoog / niet bekend	
1. Contract	
Looptijd huurcontract Restperiode	Zeer laag
Kans op vertrek 10%, 25%, 50%, 75%, 100% (opgezegd)	Zeer laag
Score	Zeer laag
2. Financieel	
Juridische structuur Beursgenoteerd, niet beursgenoteerd (bv, vof, CV, ltd etc.)	Laag
Kredietwaardigheid Kans op wanbetaling	Hoog
Liquiditeit	Laag
Score	Laag
3. Markt, sector, branche	
Type huurder, sector, branche ICT, overheid, zakelijke en of financiële dienstverlening, etc	Laag
Score	Laag
4. Resumé	
Totaalscore	Laag

Tabel 5. Risico gebruiker(s)

In de praktijk zal men ervaring moeten opdoen met het kwantitatief invullen van de risico's (zeer laag – zeer hoog). Mogelijk kan een 'schaal van Mock' hiervoor gebruikt worden.

Voor het economisch waarderen van vastgoed kan het interessant zijn de toegevoegde waarde van het management te scoren. In tabel 6 onderscheiden we daartoe drie hoofdcategorieën: 1. financiële positie, 2. het business model en 3. beheer. Ook hier onderscheiden we één of meer subcategorieën.

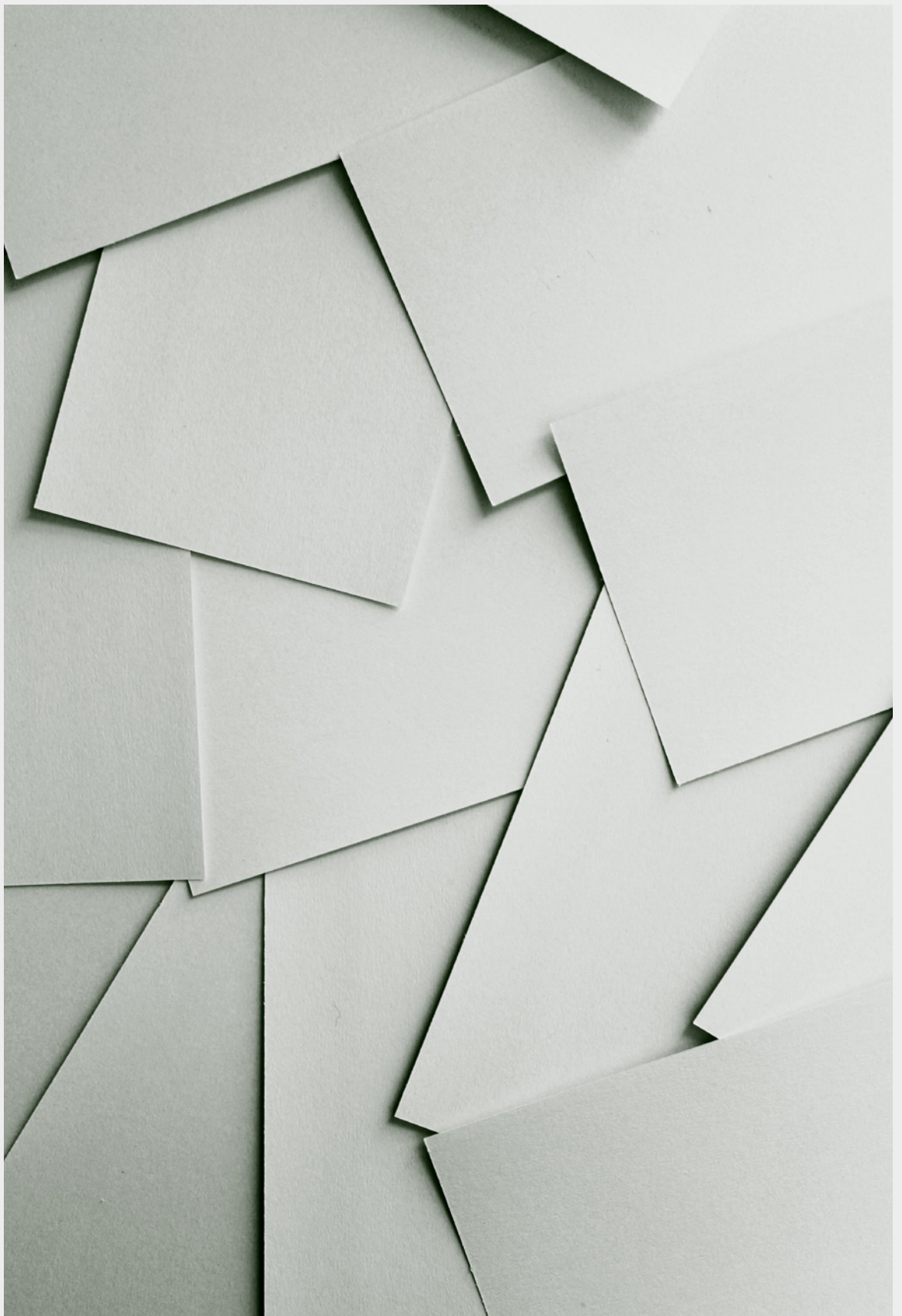
4. Risico management performance		Kwalificatie risico
Score: zeer laag / laag / gemiddeld / hoog / zeer hoog / niet bekend		
1. Financiële positie		
Liquiditeit		Niet bekend
Financieringsstructuur Strategie management: voorzichtig (tot 50%), 50-70%, > 70%. LTV op waardepeildatum		50%-70%, gemiddeld 70%
Stabiliteit cashflow		Laag
Continuïteit		Hoog
Score		Gemiddeld
2. Business model		
Type belegger of eigenaar / gebruiker Core, Core plus, Value add, Opportunistisch		Laag
Visie & Strategie (toekomstplannen)		Laag
Capabele partij Trackrecord – Marktleider		Laag
Diversificatie Individuele objecten, portefeuille		Zeer hoog
Concurrentie Omgeving waarin de belegger opereert		Laag
Score		Laag
3. Beheer		
Beheer, actief of passief, zelf (eigen beheer) of uitbesteed Organisatie: mate van professionaliteit		Laag
Score		Laag
4. Resumé		
Totaalscore		Laag

Tabel 6. Risico management performance

Voor het totaaloverzicht van de waarderingen loont het zich de resultaten en kerncijfers in één samenvattende tabel te ordenen (tabel 7).

	Marktwaaarde t=0	LT 15 jaar t=0	
Huur inkomsten	€ 600.310	€ 509.025	€ 509.025
Yield profile			
Risicovrije rente voet (10 jaar)	0,00%	0,00%	0,00%
Locatie + Object	5,00%	5,75%	6,50%
Gebruiker	1,00%	1,00%	0,00%
Management performance	-0,50%	-0,50%	0,00%
Disconteringsvoet	5,50%	6,25%	6,50%
Opslag voor Exit Yield	0,00%	0,25%	0,50%
Exit Yield	5,50%	6,50%	7,00%
BAR	5,65%	6,73%	7,49%
Totale OPEX	€ 80.000	€ 80.000	€ 80.000
Totale OPEX als percentage	13,33%	13,33%	13,33%
Marktwaaarde	€ 10.624.000	€ 7.559.000	€ 7.890.016
Prijs per m ²	€ 1.565	€ 1.114	€ 1.163

Tabel 7. Fact sheet



Bronnen

Van Arnhem, Berkhout & Ten Have 2013

Van Arnhem, P.C, Berkhout, T.M., & Ten Have, G.G.M. (2013). *Taxatieleer vastgoed 1*, Groningen/Houten, Noordhoff Uitgevers. ISBN 97890018237945.

Basel Committee on Banking Supervision 2017

Bank for International Settlements (2017). *Basel Committee on Banking Supervision (2017, december). Basel III: Finalising post-crisis reforms.*

Berkhout e.a. 2011

T.M. Berkhout, J.F.M.G. Bouwens, R.J.A. Hamers, P.R. Tansens, P.R. (2011) *Determinanten van eindwaarden in vastgoed verkend*. In: 20 jaar Vastgoedonderzoek in Nederland 1992-2011. VOGON. Amsterdam, p. 191 e.v.

T.M. Berkhout, M. Van Wouwe, P.R. Tansens 2011

Berkhout, T.M., Van Wouwe, M., & Tansens, P.R., *Aanvangsrendement van beleggingsvastgoed* (2011).

Berkhout 2013

Berkhout, T.M. (2013, december). *Ken uw klassieken*, *Real Estate Research Quarterly*, 4, 3-5.

Berkhout & Roggeveen 2015

Berkhout, T.M. & Roggeveen, S. (2015), *Praktijkhandreiking Nederlandse vastgoedtaxaties commercieel vastgoed*. Nieuwegein, NVM.

Berkhout & Roggeveen 2016

Berkhout, T.M., & Roggeveen, S. (2016, oktober). *Europese standaarden voor taxatie van kracht*. *Vastgoedmarkt*, 51-52.

Berkhout & Roggeveen 2017

Berkhout, T.M. & Roggeveen, S. (2017), *Praktijkhandreiking Nederlandse vastgoedtaxaties*, Nieuwegein, NVM.

Berkhout & Roggeveen 2018

Berkhout, T.M. & Roggeveen, S. (2018), *Praktijkhandreiking Nederlandse vastgoedtaxaties 2018*, Nieuwegein, NVM.

Berkhout 2019

Berkhout, T.M. (2019). *Economisch waarden van vastgoed. Langetermijwaarderingen van vastgoed*. Nieuwegein: NVM Business.

Boudghene, Maes & Scheicher 2010

Boudghene, Y., Maes, K. and Scheicher, M. (2010, September 14). *Asset Relief Measures in the EU: Overview and Issues*. SSRN working paper.

Boudghene & Maes 2012

Boudghene, Y., & Maes, S. (December 01, 2012). *Relieving Banks from Toxic or Impaired Assets: The EU State Aid Policy Framework*. *Journal of European Competition Law & Practice*, 3, 6, 562-577.

Europese Commissie 2009, EC 2009

Europese Commissie. (2009). *Mededeling 2009/C 72/01 betreffende de behandeling van aan een bijzondere waardevermindering onderhevige activa in de communautaire banksector*, 26-03-2009, PbEU 2009, C 72.

EVS 2016

TEGoVA (2016). *European Valuation Standards 2016*. Brussel, TEGoVA (Nederlandse vertaling: ISBN 978-90-819060-1-2).

IVS 2020

International Valuation Standards Council (2020). *International Valuation Standards 2020*. London.

KNAW 2014

Koninklijke Nederlandse Academie van Wetenschappen (2014, april). *Correct citeren*. Briefadvies. Amsterdam.

Laro & Pratt 2011

Laro, D., & Pratt, S.P. (2011). *Business valuation and federal taxes: Procedure, law and perspective*. Hoboken, N.J: Wiley.

Long-Term Sustainable Network 2018

Long-Term Sustainable Value Network (2018), *Draft Approach to Determine Long-Term Sustainable Value (L-TSV)*.

Overes 2016

Overes, S. (2016), *Economisch waarden van vastgoed – de ontbrekende schakel toegevoegd?* [Master thesis ASRE]. Amsterdam.

PTA 2013

Platform Taxateurs en Accountants. *Goed gewaardeerd vastgoed, 28 Aanbevelingen voor taxeren en taxatierapporten*, Amsterdam: NBA, 2013.

PTA 2014

Platform Taxateurs en Accountants. *Good Practices: voorbeelden voor de praktijk*, Amsterdam: NBA, 2014.

Roark & Roark 2006

Roark, B., & Roark, R. (2006). *Concise encyclopedia of real estate business terms*. New York, Best Business Books, the Haworth Reference Press, imprints of The Haworth Press.

Vis 2006

Vis, J. (2006). *Werken met waarde. Analyseren van economische waarde*. Deventer, Kluwer.

Vis 2010

Vis, J., (2010). *Ondernemend Waarden: Waarderend Ondernemen* (Dissertatie Leiden). Apeldoorn, Maklu-Uitgevers.

Vis 2019

Vis, J. (2010). 'Economic calculation', in *A Companion to Ludwig von Mises* (ed. J. Cole), School of Economic Sciences, Universidad Francisco Marroquin, Guatemala.

M. van Wouwe, T.M. Berkhout & P.R. Tansens 2008

Wouwe, M. van, Berkhout, T.M., & Tansens, P.R. (2008). *Risk premiums in cap rates of investment property*. *Appraisal Journal*, 76(3), 241-258.

Noten

- 1 Berkhout 2019.
- 2 Noot Tom Berkhout: De afgelopen decennia heb ik het nodige gepubliceerd over waarderen, taxeren en waardebegrippen. Ik verwijs hiervoor naar de literatuurlijst. Voor deze uitgave heb ik eerder geproduceerd materiaal (artikelen en boeken) opnieuw gebruikt, geactualiseerd en bewerkt onder verwijzing naar de eerdere bronnen. Met name heb ik stukken overgenomen uit mijn boek *Economisch waarderen van vastgoed* voor de hoofdstukken 1 en 2. In zekere zin is er sprake van een bundeling van artikelen en boeken en bouw ik voort op bestaand werk. Ik volg de auteurs en bronnen veelal op de voet (zonder alles 'dicht te zetten' met aanhalingstekens) en maak veelvuldig gebruik van citaten en parafaseringen. Ik verwijs de geïnteresseerde lezer naar de literatuurlijst.
- 3 Roark & Roark (2006).
- 4 Voor dit specifieke kader zou ons inziens beter volstaan kunnen worden met meer neutrale aanduidingen als 'bestendige' of 'duurzame (netto) vermogenswaarde'.
- 5 EVS 2016, EGVN 3.
- 6 Long-Term Sustainable Network 2018.
- 7 Deze bevinden zich nog in het concept-stadium.
- 8 Vanuit economisch standpunt kan slechts sprake zijn van toevoegen van waarde op het moment van de beslissing. De economische waarde is dan hoger dan de te betalen prijs. Wanneer de prijs de waarde overtreft, zal van de handeling worden afgezien. Later ontstaan waardemutaties. Waardetoevoeging kan alleen later ontstaan indien een nieuwe beslissing wordt genomen en dat zal gebeuren indien de omstandigheden gaan wijzigen.
- 9 Overes 2016, p. 9.
- 10 Aanwezig bij de expertsessie waren J. Boeve, J. Vis en T.M. Berkhout.
- 11 Bij business valuation wordt, zodra een stabiele situatie is bereikt, de contante waarde van alle toekomstige geldstromen bepaald.
- 12 Williams 1997, p. 59.
- 13 Vis 2010, p. 270.
- 14 Vis waarschuwt dan ook dat men voor waarderingen en taxaties niet alleen moet blindvaren op (gecommuniceerde) prijzen. Een betaalde prijs voor een bepaald object op een bepaald tijdstip is een objectief gegeven. Prijzen hebben een signaalfunctie op een zeker tijdsmoment. Het is tot op zekere hoogte waar dat (waarneembare, zichtbare) prijzen 'objectief' zijn. Ze geven informatie voor het calculeren, maar herbergen een zeker gevaar in zich: waarden zijn noodzakelijk om te kunnen begrijpen waarom mensen handelen. 'Door alleen de uitkomst van de onderhandeling te observeren gaat het daaraan voorafgaande motief verloren' (Vis 2010, pp. 39, 17, 91-93).
- 15 Zoals bij de L-TSV wordt toegelicht.
- 16 Binnen *finance* wordt wel aangenomen dat een Rf niet bestaat of niet kan bestaan. De verschaffer van vermogen wil al dan niet tijdelijk afstand doen tegen een bepaalde vergoeding. De splitsing tussen rente en risico is vooral door de aanhangers van het CAPM benadrukt. Men kan wellicht beter spreken van hoog risico of laag risico. Volgens de opvattingen van de aanhangers van het subjectivisme moet worden uitgegaan van de individuele opportunity costs van de verschaffers van vermogen.
- 17 M. van Wouwe, T.M. Berkhout & P.R. Tansens 2008, T.M. Berkhout, M. van Wouwe, P.R. Tansens 2011.
- 18 Berkhout e.a. 2011.
- 19 EVS 2016, EVS 5, par. 5.3.
- 20 Berkhout en Roggeveen 2015, 2016, 2017, 2018.
- 21 IVS 2017, IVS 200 (Bedrijven en bedrijfsbelangen) stelt dat de beginselen in de Algemene Standaarden (IVS 101-105) van toepassing zijn op taxaties van bedrijven en bedrijfsbelangen. De standaard bevat aanvullende eisen die van toepassing zijn op waarderingen van bedrijven en bedrijfsbelangen. Over rapportage wordt niets extra's geschreven. Wel wordt opgemerkt dat de waarde van een bedrijf kan verschillen van het totaal van de waarden van de individuele activa of passiva waaruit dat bedrijf bestaat. Wanneer de waarde van het bedrijf hoger is dan het totaal van de geregistreerde en niet-geregistreerde netto materiële en identificeerbare immateriële activa, wordt de overwaarde volgens de standaard vaak aangeduid als 'going concern'-waarde of goodwill.
- 22 NIRV-Richtlijn 500, versie maart 2018. Zie verder de richtlijnen 510 (Waarderingsrapport), 520 (Niet-onpartijdige Waardering), 530 (Indicatieve Waardering) en 540 (Calculatorische Opdracht).
- 23 PTA 2013, PTA 2014.
- 24 Berkhout & Roggeveen 2015, 2016, 2017, 2018.
- 25 Zie verder Berkhout 2013.

Colofon

November 2020

Uitgave

NVM Business

Realisatie

Erwin Asselman

Vormgeving

Frank van Munster

NVM Business

Fakkelstede 1

3431 HZ Nieuwegein

Telefoon: (030) 608 51 85

