



Economisch waarden van vastgoed

Langetermijnwaarderingen van vastgoed

Economisch waarden van vastgoed

Langetermijnwaarderingen van vastgoed

Voorwoord

Met plezier presenteren wij u de uitgave
'Economisch waarderen van vastgoed' van
Prof. dr. Tom Berkhout.

Het doel van de auteur met de deze publicatie is om
het concept 'economisch waarderen van vastgoed'
te verkennen en verder uit te werken. Hij heeft
daartoe primair vanuit bestaande literatuur de
contouren in kaart gebracht van het waardebegrip
'economische waarde'.

Tevens wil de auteur een vertrekpunt bieden voor
het economisch waarderen van vastgoed in de
praktijk. Hij is doelgericht op zoek gegaan naar wat
we in de taxatiepraktijk kunnen gebruiken en heeft
dat overzichtelijk samengebracht in deze publicatie.

Economisch waarderen zal in de toekomst meer
en meer aan belang winnen omdat het antwoord
kan geven op de vraag wat de toekomstige of
lange termijn waarde van vastgoed is. Iedereen
die de toekomst van het taxatievak een warm hart
toedraagt raad ik aan zich middels deze uitgave te
verdiepen in deze interessante materie.

Ik wens u veel leesplezier en bedank
Prof. dr. Tom Berkhout hartelijk voor zijn
kennis en expertise.

Marcel de Boer
Voorzitter NVM Business

**'A valuation,
under any
definition,
is simply
a 'snapshot'
in time'**

French & Byrne, 1996

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.

Inhoud

Voorwoord	4	5. Economische waarde van vastgoed	41
1. Inleiding	9	5.1 Economische waarde van vastgoed – economic value of real estate	41
2. Afbakening: waarde, prijs, subjectiviteit	15	5.2 Business valuation en economische waarde	42
2.1 Waarde en prijs	15	5.3 Bestendige economische waarde van vastgoed	44
2.2 Waarderen en taxeren	16	5.4 Tussentijdse evaluatie	46
2.3 Toekomstige waardepeildatum	17	6. Recapitulatie en aanbevelingen	49
2.4 Subjectiviteit en prijsvorming, Oostenrijkse School	18	6.1 Recapitulatie	49
2.5 Subjectief waardeoordeel, hypothetische transactie	19	6.2 Conclusies en aanbevelingen	53
2.6 Subjectiviteit en beleggingswaarde / worth	20	7. Waarderingsbenaderingen, methoden en richtlijnen	57
2.7 Waarde voor de eigenaar – value to the owner	22	7.1 Toekomstige (vrije) geldstromen	57
2.8 Tussentijdse evaluatie	23	7.2 Hypotheekwaarde – mortgage lending value	59
3. Introductie van het begrip reële economische waarde	25	7.3 Langetermijnwaarde – long-term value	61
3.1 Het probleem: impaired assets bij banken	25	7.4 Bestendige langetermijnwaarde – long-term sustainable value	63
3.2 Mededeling Europese Commissie: regels voor activaondersteuning	25	7.5 Economische waarde – economic value	64
3.3 Beginselen en procedures voor de waardering	28	7.6 Evaluatie	64
3.4 Reflecties in de literatuur	28	8. Rapportage van langetermijnwaarden	67
3.5 Stress test-REV	29	8.1 Vastgoedtaxatiestandaarden en praktijkhandreikingen	67
3.6 Tussentijdse evaluatie	30	8.2 Ondernemingswaardering – business valuation	68
4. Langetermijnwaarden – verdere afbakening van het speelveld	33	8.3 Mededeling Europese Commissie	69
4.1 Stabiele waarde – stable value / stabilized value	33	8.4 Evaluatie	70
4.2 Hypotheekwaarde – mortgage lending value (MLV)	35	Literatuur	73
4.3 Langetermijnwaarde – long-term value	37	Bijlage 1. EVGN 2 – Taxatie ten behoeve van kredietverlening	76
4.4 Bestendige langetermijnwaarde – long-term sustainable value (L-TSV)	37	Bijlage 2. NIRV-Richtlijn 500 – Waarderingswerkzaamheden van de Register Valuator en rapportering (algemeen) Versie maart 2019	78
4.5 Vestendige (netto) vermogenswaarde – sustainable (net) asset value	37	Afkortingen	80
4.6 Tussentijdse evaluatie	38	Begrippen	80
		Noten	81





1. Inleiding

De val van Lehman Brothers in september 2008 markeert men wel als het begin van de eerste grote financiële crisis van de 21e eeuw. Deze crisis staat bekend als 'de kredietcrisis' en wordt gekenschetst als een mondiale bankencrisis vanwege de liquiditeits- en solvabiliteitsproblemen waarmee de bankensector te kampen kreeg.

De vastgoedmarkten kregen gedurende deze crisis harde klappen te verduren. Lange tijd was er weinig liquiditeit beschikbaar om vastgoed te (her)financieren. De vastgoedmarkten kwamen nagenoeg stil te liggen, waardoor weinig prijsvorming tot stand kwam. Het taxeren van vastgoed, waarbij taxateurs willen aanknopen bij actuele prijzen van verhandelde referentiepanden, werd daardoor nog moeilijker. Nog moeilijker, omdat in de vastgoedmarkt nauwkeurige informatie over prijsvorming lastig te achterhalen is, ondanks de vermeende transparantie van de Nederlandse vastgoedmarkt.

De economische situatie en het gebrek aan liquiditeit en vraag naar vastgoed maakten dat de marktwaarde van vastgoed onder druk kwam te staan. Banken zagen door dalende marktwaarden de *loan to values* bij vastgoedfinancieringen oplopen en verlangden van beleggers maatregelen om de schuldgraad te verminderen of het risico te beperken. Bijvoorbeeld door extra af te lossen of extra zekerheden te geven. Tal van beleggers vonden echter dat de marktwaarden geen representatief beeld gaven van de 'werkelijke waarde' van hun vastgoedportefeuille. De marktwaarde van hun portefeuille zou naar hun stellige overtuiging op lange termijn, na de crisis, weer terugkomen op de oude – hogere – niveaus. Waarom konden de financiers daar dan niet alvast rekening mee houden, in plaats van zich blind te staren op gedaalde marktwaarden midden in een financiële crisis?

In 2009 bracht de Europese Commissie een mededeling uit over de behandeling van 'aan een bijzondere waardevermindering onderhevige activa in de communautaire banksector'.¹ De EC maakte zich zorgen over de verdere verslechtering

van de kredietkwaliteit van bankactiva. Overheden wilden banken te hulp schieten, bijvoorbeeld door activa over te nemen. De EC formuleerde daarom regels voor de ondersteuning van banken. In de mededeling werd in dat verband gesproken over 'de 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'. In de Engelse tekst werd gesproken over *real economic value* en in de Nederlandse Kamerstukken wordt dit begrip kortweg vertaald als 'reële economische waarde'.² Ik volg deze laatste vertaling van het begrip zoveel mogelijk in dit boek, omdat ik begripsverwarring wil voorkomen met de reeds lang bestaande begrippen 'reële waarde' en 'waarde in het economische verkeer'.

Deze afwaarderingsthematiek speelde in Nederland prominent bij SNS Reaal, een Nederlands financieel conglomeraat. Na het uitbreken van de financiële crisis bleek deze Nederlandse bank-verzekeraar met grote problemen te kampen. De markt voor commercieel vastgoed in Nederland en veel andere landen was sterk verslechterd, mede door de aanhoudende crisis. Dit leidde ertoe dat SNS Bank te kampen kreeg met grote verliezen op de vastgoedportefeuille. Hierdoor kwam de solvabiliteit onder druk te staan, juist in een tijd dat de kapitaaleisen aan financiële ondernemingen in internationaal verband sterk aangescherpt werden naar aanleiding van de kredietcrisis.³

De Nederlandse overheid startte in het najaar van 2008 met het verstrekken van extra kapitaalinjecties. Voor SNS Reaal was het spreekwoordelijke blok aan het been SNS Property Finance, het voormalige Bouwfonds Property Finance, dat in 2006 was overgenomen van Bouwfonds Nederlandse Gemeenten. In 2006 bedroeg de kredietportefeuille van SNS Property Finance 8,8 miljard euro en daar stapelden de problemen zich op. Op initiatief van DNB werd de internationale vastgoedportefeuille doorgelicht door Ernst & Young en dat leidde in 2010 tot een afboeking.

In 2012 volgden de ontwikkelingen zich in een razendsnel tempo op. De directeur toezicht van DNB stelde in het Financieel Dagblad dat de vastgoedsector een derde financiële crisis dreigde te veroorzaken. Hij wilde dat vastgoed zo snel mogelijk 'juist gewaardeerd' moest worden (FD 2012).

Eind 2012 stond het grootste gedeelte (77%) van de financieringen van SNS Property Finance uit in Nederland. De omvang ervan was groot in vergelijking met de relatieve omvang van de portefeuille vastgoedleningen van andere Nederlandse banken. Bovendien was er sprake van een hoog percentage non-performing loans.⁴

Aan het einde van 2012 werd door Cushman & Wakefield een rapport uitgebracht, waaruit bleek dat de SNS-portefeuille nog minder waard was dan eerder werd aangenomen. In het rapport werd de vastgoedportefeuille, onderpand van de kredietportefeuille, niet naar de (lage) marktwaarde getaxeerd maar naar een (hogere) 'reële economische waarde', waarbij aangenomen werd dat er op enig moment weer voldoende liquiditeit in de markt zou komen. De Kamerbrief vermeldde hierover het volgende:

'De waarde van de vastgoedleningenportefeuille en de vastgoedportefeuille is afhankelijk van veel factoren waarover inschattingen zijn gemaakt; de uiteindelijke waarde (of: het verwachte verlies) kan daarom afwijken van de op dit moment berekende waarde. De reële economische waarde is het best vergelijkbaar met de intrinsieke waarde van de SNS Property Finance portefeuille waarbij er wordt uitgegaan van voldoende liquiditeit in de huidige markt en waarbij de huidige risico-aversie buiten beschouwing wordt gelaten'.⁵

Het waardebegrip 'reële economische waarde' was in 2012 door twee aan de ECB gelieerde schrijvers op persoonlijke titel in een artikel met de pakkende titel 'Relieving Banks from Toxic or Impaired Assets' uitgewerkt voor financiële activa – maar niet specifiek voor vastgoed (Boudghene & Maes 2012). Een marktwaardetaxatie van de SNS-portefeuille zou, gezien de stand van de vastgoedmarkt op dat moment, mogelijk aanleiding kunnen zijn voor forse afwaarderingen bij andere financiële instellingen en negatieve gevolgen kunnen hebben voor de Nederlandse economie. Begin 2013 informeerde DNB de minister van Financiën over de 'zeer fragiele financiële situatie' bij SNS Bank. Uiteindelijk werd SNS REAAL genationaliseerd per 1 februari 2012.

Doordat de vastgoedmarkt na 2013 weer begon aan te trekken, kon het marktwaardebegrip weer zijn traditionele centrale plaats in het taxatiespectrum innemen. De directe noodzaak om het economisch waarderen van vastgoed verder te verkennen raakte op de achtergrond. Maar het verdween niet van de Bühne.

In 2016 werkte mijn teamgenote drs. Susanne Overes RA MRE het economisch waarderen van vastgoed verder uit in een prijswinnende MRE-scriptie (Overes 2016). Vanaf 2018 verschenen een aantal interviews in het Vastgoedjournaal over economisch waarderen van vastgoed. Overes definieerde de economische waarde van vastgoedinvesteringen als volgt:

'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'.

Het concept 'economisch waarderen' intrigeerde mij al vóór de introductie in het SNS-dossier. Ik had er al kennis mee gemaakt, toen ik lid was van de promotiecommissie van Jan Vis. In 2010 promoveerde Jan in Leiden op het proefschrift 'Ondernemend Waarderen : Waarderend Ondernemen'. In zijn dissertatie besteedde hij veel aandacht aan het begrip 'economische waarde'. Jan bezit een schat aan kennis, kunde en ervaring op het terrein van ondernemingswaardering (business valuation) en zijn invloed is zichtbaar in de waarderingsrichtlijnen het Nederlands Instituut voor Register Valuators (NIRV). Bij veel van wat ik hierna zal schrijven en aantekenen heeft Jan als 'werkvoorbereider' en gids gefungeerd. We zullen in dit boek zien dat werkwijzen en inzichten uit business valuation en vastgoedwaardering elkaar zullen ontmoeten. De NIRV hanteert als centraal waardebegrip 'economische waarde', wat men definieert als

'De contante (huidige) waarde van verwachte geldstromen, ergo de waardering rekening houdend met de elementen tijdswaarde van geld, risico en tijd. Economische Waarde is een Ex Ante begrip'.⁶

Ik verwacht dat het begrip 'economisch waarde' een nuttige plaats in het waarderingspectrum van vastgoed zal gaan innemen. En niet alleen in slechte tijden. Naast de huidige marktwaarde willen bestaande en potentiële vastgoedinvesteerders immers een beeld krijgen van de waarde(ontwikkeling) in de toekomst, op de lange termijn en waarde die een gebruiker toevoegt aan een object. Moet ik het object aanhouden of afstoten; met welke exploitatie of exploitant voeg ik blijvend waarde aan een object toe? In zekere zin praten we over de heilige graal van het waarderen: voorspellen wat de toekomstige waarde(ontwikkeling) van vastgoed voor een subject is. De economische waarde kan uitgedrukt worden in een waarde op een tijdstip in de toekomst (*future value*), maar ook in een huidige waarde (*present value*). Dat is wat anders dan taxeren van een marktwaarde, waarbij het gaat om voorspellen van een prijs die een potentiële koper in de huidige markt (of een markt in het verleden) zou betalen. Prijzen bevatten immers informatieve signalen die in het waarderings- en taxatieproces gebruikt kunnen worden.

In dit boek wil ik primair de contouren in kaart brengen van het waardebegrip 'economische waarde' voor vastgoed

Minstens zo belangrijk is de communicatie over de economische waarde en de waarderingsoperatie. Zonder communicatie is een cijfer niets meer dan een getal zonder gebruikswaarde. De lezer of gebruiker van een waardering moet weten wat hij in handen heeft, welke uitgangspunten en scenario's zijn gehanteerd. Alleen zo kan hij voor zichzelf de balans opmaken over de waardering.

Met dit boek wilde ik het concept 'economisch waarderen van vastgoed' verder verkennen en uitwerken, met name om de taxatie- en waarderingspraktijk een vertrekpunt te bieden voor het economisch waarderen van vastgoed in de praktijk. Gaandeweg mijn verkenning werd mij duidelijk dat in de taxatieleer werd en wordt nagedacht over langetermijnwaarden van vastgoed en dat er overlappingen zijn met het economisch waarderen van vastgoed. Deze inzichten heb ik ook meegenomen in dit boek.

Ik ga zoveel mogelijk doelgericht op zoek naar wat we in de praktijk kunnen gebruiken, waarbij ik de verleiding probeer te weerstaan om uitgebreid verschillende leerstukken diepgaand in kaart te brengen. In dit boek wil ik primair de contouren in kaart brengen van het waardebegrip 'economische waarde' voor vastgoed. Het gaat mij niet zozeer om het identificeren en kwantificeren van de factoren die economische waarde creëren of vernietigen.⁷ De betekenis van de thematiek voor de jaarverslaggeving en fiscaliteit laat ik buiten beschouwing.⁸

In dit boek komen geregeld de termen 'duurzaam' en 'duurzaamheid' voor. In de context van dit boek gaat het dan over 'lang durend' en niet over 'het milieu weinig belastend' of 'weinig aan slijtage of bederf onderhevig'. Daarom zal ik zoveel mogelijk het woord 'bestendig' gebruiken om mogelijke associaties met het milieu te voorkomen. Dan heeft het de betekenis van 'niet telkens veranderend'. Dat neemt niet weg dat ik het woord her en der nog in gememoreerde tekst heb laten staan om de oorspronkelijke context recht te doen.

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.⁹ In zekere zin is er sprake van een bundeling van artikelen en boeken en bouw ik voort op bestaand werk. Ik ben in dit boek op zoek naar definities, achtergronden en betekenissen van termen. We zullen zien dat auteurs termen verschillend gebruiken. Ik volg de auteurs en bronnen veelal op de voet (zonder alles 'dicht te zetten' met aanhalingstekens) en maak veelvuldig gebruik van citaten en parafraseringen. Ik verwijs de geïnteresseerde lezer naar de literatuurlijst.



2. Afbakening: waarde, prijs, subjectiviteit

2.1	Waarde en prijs	15
2.2	Waarderen en taxeren	16
2.3	Toekomstige waardepeildatum	17
2.4	Subjectiviteit en prijsvorming, Oostenrijkse School	18
2.5	Subjectief waardeoordeel, hypothetische transactie	19
2.6	Subjectiviteit en beleggings-waarde / worth	20
2.7	Waarde voor de eigenaar – value to the owner	22
2.8	Tussentijdse evaluatie	23

In dit hoofdstuk behandel ik enkele kaders van de taxatie- en waarderingsleer die we nodig hebben om het begrip economische waarde(ren) in kaart te brengen en verder af te bakenen. Zonder nadere afbakeningen en begripsbepalingen stappen we in de valkuil van calculeren zonder context: een cijfer zonder definitie of toelichting bevat geen informatie. In de eerste twee paragrafen behandel ik de belangrijke begrippen 'waarde' en 'prijs' (2.1) en 'waarderen' en 'taxeren' (2.2). In de praktijk gebruikt men ze welhaast achteloos als ware het synoniemen, maar voor een professionele discussie is het zaak ze goed uit elkaar te houden. In 2.3 komt aan bod of men een waarde naar een peildatum in de toekomst mag bepalen. Vervolgens behandel ik het thema subjectiviteit, zowel bij prijsvorming (2.4) als in het taxatieproces (2.5). Taxeren is een subjectieve aangelegenheid: de taxateur is aan het schatten en dat is een subjectief proces. De waarde die de eigenaar zélf aan het object hecht bespreken we in de paragrafen 2.6 en 2.7. Ik sluit af met een tussentijdse evaluatie (2.8).

2.1 Waarde en prijs¹⁰

Er zijn twee klassieke tegenstellingen in de waarderings- en taxatieleer die ik als volgt zou willen weergeven:

- 'Waarde' is (nagenoeg altijd) niet hetzelfde als 'prijs'
- 'Waarderen' is (nagenoeg altijd) niet hetzelfde als 'taxeren'

Waarde is een subjectief begrip en laat zich moeilijk bepalen. Van Dale definieert 'waarde' als 'de betekenis die iets heeft als bezit of ruilobject.'

Adam Smith schreef in zijn beroemde boek *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (1776):

'The word value, it is to be observed, has two different meanings, and sometimes expresses the utility of some particular object, and sometimes the power of purchasing other goods which the possession of that object conveys. The one may be called 'value in use;' the other, 'value in exchange.' The things which have the greatest value in use have frequently little or no value in exchange; and, on the contrary, those which have the greatest value in exchange have frequently little or no value in use. Nothing is more useful than water; but it will purchase scarce any thing; scarce any thing can be had in exchange for it. A diamond, on the contrary, has scarce any value in use; but a very great quantity of other goods may frequently be had in exchange for it.'

Een 'prijs' is een 'betaald bedrag', bijvoorbeeld naar aanleiding van de levering van een pand uit een koopovereenkomst. Prijzen vormen een economisch slotakkoord en hebben een signaalfunctie die als opmaat kan dienen voor verdere ruilhandelingen (Vis, 2010).¹¹ Vanwege allerlei subjectieve

motieven kan ik aan mijn geliefde hutje op de hei veel meer emotionele waarde hechten of toedichten dan de nuchtere commerciële partijen op de markt, die er niet zoveel voor willen betalen (prijs). Ik wil mijn geliefde hutje dan ook niet verkopen. En zo willen veel partijen in een slechte markt geen afscheid nemen van hun vastgoed, omdat ze er meer waarde aan hechten dan de prijs die ze ervoor zouden kunnen krijgen op de (huidige) markt.

De Gedrags- en Beroepsregels RV van het Nederlands Instituut voor Register Valuators (NIRV)¹² stellen in alinea 320 (Prijzen, markten en marktpartijen):

'Prijzen vormen het sluitstuk van op basis van vrijwilligheid gevoerde onderhandelingen. Het bijeenkomen van partijen wordt aangeduid als de markt. Economische goederen, waaronder bijvoorbeeld ook (delen van) ondernemingen of aandelen, komen in grote verscheidenheid voor. Daarom bestaat 'de markt' uit vele deelmarkten. Deze verschillende economische goederen worden door verschillende subjecten op grond van verschillende motieven op verschillende markten gevraagd en aangeboden'.

Vis (2010) merkt op dat het handelen van subjecten gedreven wordt door de gedachte dat zij ergens belang aan hechten, 'dat wil zeggen dat zij waarde (cursivering TMB) toekennen aan goederen en diensten die hen in een betere positie en situatie kunnen brengen'.¹³

2.2 Waarderen en taxeren¹⁴

In een waardebepaling wordt aan de hand van bepaalde, gekozen uitgangspunten vastgesteld wat de waarde van een vermogensbestanddeel kan zijn. Dat is in het zakelijke verkeer prima zolang maar duidelijk is welke criteria worden gehanteerd door de waardeerder en wat men eronder mag verstaan. Zo'n vastgestelde waarde voor een bepaalde peildatum hoeft ook niet eens in liquiditeiten – een bedrag of prijs – te kunnen worden omgezet op de markt. Het is immers 'een waarde' volgens bepaalde, gekozen uitgangspunten. Men kan het daarmee eens of oneens zijn en er een eigen visie op nahouden, al dan niet gestoeld op

andere uitgangspunten en veronderstellingen.

In een marktwaardetaxatie gaat het erom een prijs te schatten die op de markt onder een aantal voorwaarden verkregen kan worden. Wat strakker geformuleerd overeenkomstig de marktwaarde-definitie van de IVS (IVS 2017, Berkhout & Hordijk 2008):

'De marktwaarde is het geschatte bedrag waartegen een goed of een verplichting zou worden overgedragen op de waardepeildatum tussen een bereidwillige koper en een bereidwillige verkoper in een zakelijke transactie, na behoorlijke marketing, waarin de partijen zouden hebben gehandeld met kennis van zaken, prudent en niet onder dwang'.

Een schatting van de 'marktwaarde' van een object laat onverlet dat de zaak in de visie van een koper meer waard is dan de prijs die hij ervoor betaalt (het zogenoemde worth-concept).¹⁵ Hij schaft de zaak immers aan om er een bepaald rendement mee te behalen of genot van te hebben. Een prijs op een markt hoeft in veel gevallen echter niet de waarde of het nut voor een specifieke onderneming of een specifieke ondernemer weer te geven.

De begrippen 'waarde', 'prijs', 'waarderen' en 'taxeren' worden in de praktijk vaak door elkaar gebruikt, zonder veel acht te slaan op het onderscheid dat ik relevant acht en in dit boek probeer aan te houden. Eerdere pogingen van de gezaghebbende internationale organisaties als de Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) en de International Valuation Standards Council (IVSC) zijn gestrand om 'waarderen' te reserveren voor vermogenswaarden, beleggingswaarden en economische waarden enerzijds en 'taxeren' voor marktwaarde anderzijds. Het verleden heeft uitgewezen dat de markt het begrippenkader niet zal overnemen. Zowel IVSC als RICS hebben het geprobeerd (appraisal tegenover valuation) maar kwamen erop terug. Het onderscheid is weliswaar intellectueel bevredigend, maar het wordt niet omarmd door de praktijkmensen in de markt. Waarom dan nu nog veel woorden vuil te maken aan de begripsbepaling? Wellicht werkt het eerder verwarring in de hand onder praktijkmensen?

In mijn ervaring is het niet alleen in de collegezaal in discussies met (ervaren) studenten, maar ook op de markt in discussies met (ervaren) praktijkmensen heel nuttig de begrippen goed uit elkaar te trekken wanneer zich een waarderings- of taxatievraag aandient over wat het gepresenteerde cijfer nu eigenlijk precies moet voorstellen. Vaak valt er een figuurlijk kwartje wanneer duidelijk wordt dat het onderscheid niet zozeer bedoeld was om een schatting van een te verkrijgen prijs in een bepaalde markt af te geven, maar om een waardebepaling te verrichten aan de hand van bepaalde uitgangspunten. Wanneer het erop aankomt, bijvoorbeeld in (fiscaal-)juridische geschillen en voor analyse-doeleinden, is het goed de begrippen scherp te kunnen scheiden en onderscheiden.

2.3 Toekomstige waardepeildatum

Van Arnhem, Berkhout en Ten Have (2013)¹⁶ zetten uiteen welke rol de toekomst en toekomstige waardepeildatums spelen in taxaties: een marktwaarde is een momentopname, een 'snapshot' van de markt. Bij de schatting van de marktwaarde wordt rekening gehouden met de toekomst. De in de markt levende toekomstverwachtingen van de hypothetische verkoper en van de hypothetische koper op de waardepeildatum zijn als het ware 'ingeprijsd' in de marktwaarde. Met 'momentopname' wordt bedoeld dat de taxateur een geslaagde verkooptransactie veronderstelt op één moment: de peildatum. Uitsluitend de toekomstverwachting van de markt op die datum wordt tot uitdrukking gebracht in de marktwaarde. De stand van de vastgoedmarkt op waardepeildatum 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).

French & Byrne (1996)¹⁷ bevestigen het beeld dat een taxatie, onder welke definitie dan ook, een momentopname in de tijd is: het vertegenwoordigt de beste schatting van de prijs voor het object op de datum van verkoop. De auteurs achten het een veel voorkomende misvatting dat waarderungen een zekere 'houdbaarheid' hebben. De marktwaarde van vandaag is misschien niet dezelfde als de marktwaarde van morgen. In een stijgende markt zal de waarde hoger zijn, in een dalende markt lager. Deze relatie tussen tijd en prijs wordt goed begrepen in andere markten, zoals de aandelenmarkt waar de marktwaarde van aandelen constant varieert als de markt verandert. Geen makelaar zal garanderen dat de haalbare prijs van vandaag morgen ook haalbaar is. De termijnmarkt is gebaseerd op het uitgangspunt dat de prijzen zullen veranderen naarmate de tijd verstrijkt. Beleggers handelen op basis van hun respectieve verwachtingen. Volgens de auteurs heeft de ervaring geleerd dat, waar het vastgoed betreft, veel klanten van mening zijn dat een waardebepaling op de een of andere manier dient als bescherming tegen veranderingen op de markt.

Een peildatum mag in beginsel nooit in de toekomst liggen. Wanneer een taxatie naar een toekomstige peildatum geschiedt, pretendeert de taxateur immers de toekomstige te betalen prijs (naar de marktomstandigheden en de heersende opvattingen van de toekomst) te kennen en dat is onmogelijk. Taxeren per een toekomstige datum is volgens de huidige taxatiestandaarden strikt genomen niets minder dan 'ongeoorloofd forecasten'. We zullen in hoofdstuk 6 over het economisch waarderen van vastgoed wel naar toekomstige waardepeildatums redeneren.

Prijzen vormen het slotakkoord van een individueel onderhandelingsproces

2.4 Subjectiviteit en prijsvorming, Oostenrijkse School

Deze paragraaf baseer ik op de geschriften en inzichten van Vis (Vis 2006, 2010), zoals hij die in verschillende publicaties naar voren heeft gebracht:

Vis (2010) waarschuwt op gezette tijden 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.¹⁸ Prijzen¹⁹ 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).²⁰

Die prijs is per definitie betaald in het verleden – niet in de toekomst. Een prijs, betaald bij levering van een object, zegt daarom iets over de markt in het verleden; een transactie kan immers lang na een onderhandelingsproces afgewikkeld zijn.

Prijzen vormen het slotakkoord van een individueel onderhandelingsproces. Ze vloeien voort uit het (subjectieve, persoonlijke) handelen van (rechts) subjecten die in een (persoonlijke) behoefte willen voorzien. Economische subjecten kunnen door het ruilen van goederen hun positie en situatie verbeteren. Het is belangrijk te onderzoeken welke (ir)rationele motieven en onderhandelingsprocessen hebben geleid tot een bepaalde en betaalde prijs. Dat is maar al te vaak een lastige opgave omdat die motieven en processen niet transparant gemaakt worden. Handel – en daarmee prijsvorming – kan tot stand komen wanneer partijen een verschillende waarde hechten aan een object.

Prijzen geven voeding aan nieuwe onderhandelingen en ruilhandelingen. Als we ons alleen maar richten op waarneembare prijzen wordt het menselijk handelen uitgevlakt. Anders gezegd: de waarde van prijzen wordt nogal eens overschat.

Prijzen hebben een zekere informatieve waarde (of: een signaalfunctie) voor marktpartijen, die aan de

hand van die prijzen hun positie kunnen bepalen. Maar prijzen van vastgoed zeggen weinig zonder nadere context-informatie over fysieke, financiële en juridische kenmerken van het object, de motieven van handelende partijen en de spelers op de markt. Wat waren de drijfveren om te handelen en de prijs te betalen? 'Waarden' en 'prijzen' komen uit het (niet-)handelen van subjecten voort, niet uit de zaak zelf.

Zowel bij een waarde als een prijs is de kern subjectief van aard. 'Waarde' is een door subjecten (bijvoorbeeld: eigenaars, (ver)kopers, taxateurs) in te vullen begrip, dat ook in geld uitgedrukt kan worden. Een prijs is een (normvrij, feitelijk) bedrag dat betaald wordt op de markt.²¹

Vis (2010) beschrijft en behandelt in zijn dissertatie de zogenoemde Oostenrijkse School, een economische school die zijn oorsprong heeft in Wenen. De handelende mens staat hierin centraal. Volgens de Oostenrijkers is waarde geen eigenschap van een goed, maar een eigenschap van het handelend subject dat aan een goed een bepaalde betekenis toekent.²² Eén van de drijfveren van menselijk gedrag is het verbeteren van de positie en de situatie waarin men verkeert. Mensen nemen beslissingen met het oog op de toekomst, op basis van subjectieve overwegingen.²³ Als een mens voordeel verwacht, waarde toekent aan een object, gaat hij handelen.

Vis vat samen:

'De kern van het Oostenrijkse denken wordt gevormd door de gedachte dat mensen handelen op basis van een strikt persoonlijke waardeschaal. Die schaal is voor anderen niet te observeren maar aan het wel observeerbare gedrag van economische subjecten valt af te leiden wat voor hen belangrijk is. Door middel van markten, en ander vormen van interactie, komen de waardeschalen van economische subjecten met elkaar in contact. Als het op de markt tot een transactie komt, volgt daaruit een, meestal ook door anderen, waar te nemen prijs. De marktprijzen op hun beurt zijn signalen die als basisgegevens (input) dienen voor het vormen van de waardeschalen en daarop volgend gedrag. Doordat alle subjecten handelen vanuit

een eigen positie en situatie met het oog op wat zij als een verbetering (toevoegen van waarde) van hun persoonlijke positie en situatie zien, ontstaat niet te voorzeggende gedrag. Het gedrag van economische subjecten is weliswaar gedetermineerd door de wens waarde toe te voegen, maar door het niet (voor derden) kenbare karakter van individuele waardeschalen is de uitkomst van gedrag onvoorzegbaar.²⁴

French & Byrne (1996)²⁵ schrijven dat men in de klassieke theorieën twee soorten prijzen onderscheidt: de prijs van productie (bepaald door de arbeidstheorie van waarde) en de marktprijs (bepaald door vraag en aanbod). De neoklassieke theorie maakt zo'n onderscheid niet en erkent alleen de marktprijs. Het is gebaseerd op een coherente en consistente theorie van waarde en prijs. De waardetheorie is psychologisch of subjectief van aard; prijstheorie is marktgericht. Het neoklassieke paradigma maakt een onderscheid tussen wat een goed 'waard' is voor een individu en de prijs van het actief in de markt op de beurs. In een perfecte markt, waar elk individu toegang heeft tot dezelfde informatie als alle anderen op de markt, moeten prijs en waarde samenvallen. In een markt waar toegang tot informatie niet uniform is, zoals de vastgoedmarkt, is de kans groter dat de twee cijfers uiteenlopen.

2.5 Subjectief waardeoordeel, hypothetische transactie

Waardeerders en taxateurs zijn mensen (Berkhout 2015).²⁶ Het waarderen en taxeren zijn subjectieve processen. Een taxatie is een schatting van een bedrag dat in een hypothetische transactie tot stand komt. De taxateur is aan het schatten en dat is een subjectief proces. Bij taxeren gaan we uit van (hypothetisch bezien) een transactie die (hypothetisch bezien) zou plaatsvinden op de peildatum tussen (hypothetisch bezien) een bereidwillige koper en (hypothetisch bezien) een bereidwillige verkoper. De taxateur moet dus (hypothetisch bezien) aannemen dat er bereidwillige kopers zijn en dat de verkoper bereidwillig is om te verkopen, ook al kan hij ze in werkelijkheid niet vinden of waarnemen wegens het ontbreken van een actieve markt. Sommige vastgoedprofessionals beweren wel dat er geen marktwaarde getaxeerd

zou kunnen worden wanneer er helemaal geen verkopers en kopers in de markt zouden zijn, maar dat is een misvatting. Een marktwaardetaxatie is een opinie (van een professional/persoon) over de uitkomst van een theoretische transactie. Die uitkomst is altijd in zekere mate onzeker. Het gaat dus om een persoonlijke schatting. De uitkomst van zo'n schatting is niet geheel te falsificeren, noch te verifiëren. Het is een deskundigenoordeel van een enkele persoon, die zijn persoonlijke samenvattende oordeel geeft over – bijvoorbeeld – de ligging van een pand, het opbrengst-genererende vermogen, de bouwkundige structuur, de staat van het onderhoud, de betekenis van de tuin en tientallen andere waarde-elementen. Ieder andere persoon komt tot zijn eigen afweging. Het is dan ook verklaarbaar dat omtrent één object meerdere van elkaar afwijkende waardeoordelen kunnen bestaan.

Dent & Temple (1998) vinden dat de taxateur zijn uiterste best moet doen om actuele transacties en prijzen te identificeren, van vastgoed dat vergelijkbaar is met het object dat hij moet taxeren. Deze exercitie leidt tot twijfelachtige aannames die misschien niet haalbaar zijn, zoals:

- de activiteit op de markt is rationeel en consistent;
- het is mogelijk om de waardekenmerken van vastgoedobjecten te identificeren en te kwantificeren;
- het resultaat van een dergelijke analyse kan toegepast worden op andere vastgoedobjecten om een accurate en schatting te geven van de marktprijs.

Het toepassen van een foutmarge op de eindwaarde kan de robuustheid van dit proces verhullen. De waarde is niet zozeer het punt, maar hoe je tot die waarde komt.²⁷

De Gedrags- en Beroepsregels van het NIRV²⁸ merken in alinea 310 aangaande de subjectiviteit van het waardebegrip op:

'Marktpartijen gaan transacties aan met het oog op het verbeteren van hun positie en situatie. Waarderen geschiedt met het oog op een transactie en heeft als doel te laten



zien of de beoogde transactie inderdaad, voor het handelend subject, waarde zal toevoegen. Indien de Register Valuator zich moet bezighouden met de vraag naar de waarde vanuit een strikt individueel perspectief, vormt het begrip 'opportunity costs' (alternatieven ten opzichte van de voorgenomen transactie) de onderbouwing voor de te gebruiken Vermogenskostenvoet. Daarbij wordt impliciet erkend dat het niet gaat om mogelijkheden die in het algemeen, via een anonieme markt, beschikbaar zijn, maar dat het uitgangspunt wordt gevormd door mogelijkheden die op het moment van waarderen voor de beslisser relevant zijn. Individuele vermogensverschaffers werken met hun individuele besliswaarde en die bestaat uit de verwachte (netto) opbrengsten voor de individuele beslisser, contant gemaakt tegen de individuele Vermogenskostenvoet. Zo ontstaat verschil tussen de Economische Waarde van het Eigen Vermogen in de onderneming en datzelfde Eigen Vermogen in handen van individuele subjecten'.

2.6 Subjectiviteit en beleggingswaarde / worth

In de taxatieler is het worth-concept van belang (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have 2013, Berkhout 2015, Berkhout & Zwart 2018).²⁹ Het gaat hier om de waarde die de eigenaar zélf aan het object hecht, niet om de waarde die marktpartijen er aan hechten.³⁰ Het worth-concept is gebaseerd op een subjectieve, niet aan de markt gebonden waardering van een (economische) eenheid. Er bestaat daarmee een fundamenteel verschil tussen het worth-concept en het waardeconcept. Het marktwaardeconcept (value) is gebonden aan basisveronderstellingen van willige partijen, die op geen enkele wijze dwang of persoonlijke omstandigheden een rol laten spelen. Bij het worth-concept ligt dat anders. Daar kunnen de persoonlijke omstandigheden wel een rol spelen en kunnen de koper en/of de verkoper wel drang voelen. Een investeerder in vastgoed zal worth zien als de contante waarde van de huurstream die het vastgoed voor hém zal genereren. De eigenaar (eigenaar – gebruiker van vastgoed) die het vastgoed wil gaan gebruiken, zal het object als een productiefactor zien en hieraan een worth toekennen die is gebaseerd op de bijdrage van

het vastgoed aan de winst van zijn onderneming. Marktpartijen kunnen hier heel anders tegenaan kijken en tot een heel afwijkende prijsstelling komen.

Op een gedifferentieerde markt zullen er veel investeerders zijn die ieder over hun eigen informatiebronnen beschikken en de aantrekkelijkheid van de investering ieder op hun eigen manier inschatten. Zo is er sprake van een groot aantal mogelijke individuele worth. De marktprijs zal derhalve één van deze vele mogelijke individuele worth zijn.

Investeerders zouden tot aankoop over kunnen gaan wanneer de calculatie van de worth meer bedraagt dan de marktprijs en tot verkoop overgaan wanneer de marktprijs meer bedraagt dan de calculatie van de worth. Op een markt met volkomen mededinging, waar ieder persoon toegang heeft tot dezelfde informatie, moeten marktprijs, marktwaarde en worth in theorie gelijk zijn. Op een markt waar echter niet iedereen gelijke toegang tot de informatie heeft, zoals in de vastgoedmarkt, is de kans groter dat de bedragen zullen verschillen.

In de mondiale IVS-taxatiestandaard (IVS 2017)³¹ wordt het begrip Investment Value/Worth als volgt gedefinieerd en toegelicht:

‘Beleggingswaarde is de waarde van een actief voor een bepaalde eigenaar of toekomstige eigenaar voor individuele beleggings-of operationele doeleinden (...). Beleggingswaarde is een entiteitsgebonden waardegrondslag. De waarde van een actief voor de eigenaar kan hetzelfde zijn als de opbrengst die bij verkoop van dat actief aan een andere partij zou kunnen worden gerealiseerd, maar deze waardegrondslag weerspiegelt de voordelen die een entiteit ontvangt wanneer zij het actief aanhoudt en veronderstelt daarom geen overdracht. Beleggingswaarde weerspiegelt de omstandigheden en financiële doelstellingen van de entiteit waarvoor de taxatie wordt verricht. Deze waarde wordt vaak gebruikt om de beleggingsprestaties te meten.’

Rekenvoorbeelden of -voorschriften worden in de IVS niet gegeven. Dat kan in wezen ook niet, omdat we uitgaan van een specifieke belegger. Wilkes en Shapiro (2004/2005) schrijven:

‘De investeringswaarde van een actief is het bedrag dat een specifieke belegger voor het actief kan betalen, in tegenstelling tot het bedrag dat de niet-geïdentificeerde, hypothetische marktkoper zou kunnen betalen. Bij het bepalen van de investeringswaarde moet rekening worden gehouden met de unieke motivaties, kansen, investeringscriteria, verkoopvoorwaarden, risicotolerantie, kapitaalkosten en andere investeringsvariabelen van een identificeerbare koper.’³²

In de Europese taxatiestandaarden (EVS 2016) zien we de volgende definitie en toelichting van beleggingswaarde (Investment Value)³³:

‘Beleggingswaarde is de waarde die een bepaalde geïdentificeerde partij aan een vastgoedobject toekent om daarin te investeren, om het in eigendom te hebben en tevens zelf te gebruiken, of om het uit te baten (...) Dit subjectieve concept heeft betrekking op een specifiek vastgoedobject voor een specifieke belegger, groep van beleggers of entiteit met identificeerbare beleggingsdoeleinden/of -criteria. Aangezien taxaties op deze grondslag een beoordeling vormen van wat een individuele koper zou kunnen willen bieden, zijn zij geen maatstaf voor de algehele beoordeling van het vastgoed op de markt. Aldus worden ze niet geacht in overeenstemming te zijn met of gelijkwaardig te zijn aan taxaties op een andere grondslag, zoals de marktwaarde. Dergelijke taxaties:

- *dienen ter vaststelling van de waarde die een specifieke individuele belegger aan een vastgoedobject toekent met zijn eigen daadwerkelijke aandachtspunten, en niet voor een hypothetische partij;*
- *nemen de overdracht van het vastgoed tussen partijen niet als uitgangspunt.’*

Er is een EVS-richtlijn aangaande het beoordelen van de beleggingswaarde.³⁴

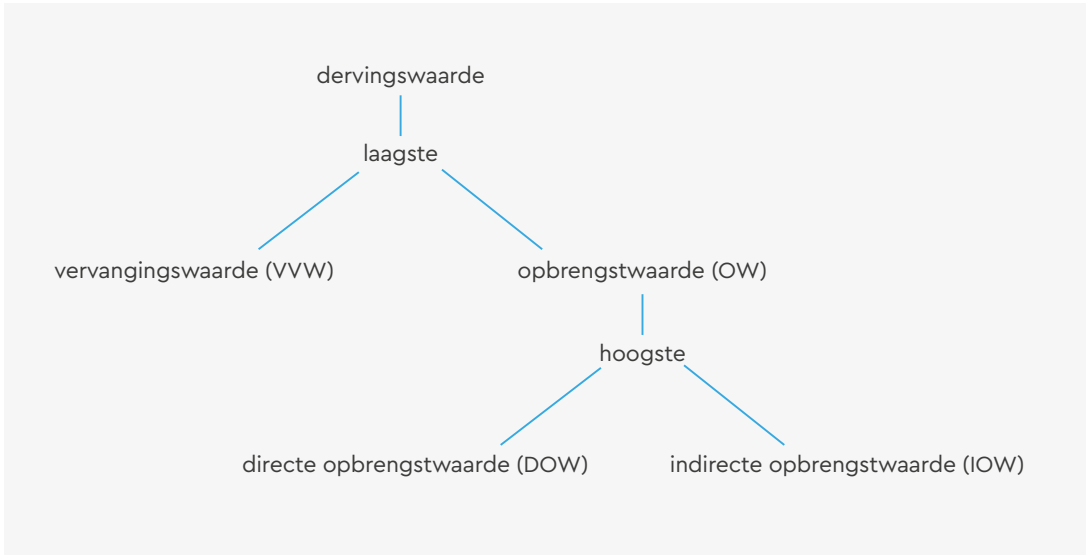
French & Byrne (1996)³⁵ schrijven in 1996 dat zelfs bij geavanceerde institutionele beleggers het worth-concept een rol speelt wanneer vanuit een de subjectieve invalshoek investeringsadviezen worden gegeven bij buy-sell-hold-analyses. Prijzen worden bepaald door de perceptie van een koper van de worth. Een fundamenteel waarderingsmodel moet daarom deze denkprocedure weer spiegelen. In een markt met veel transacties is het mogelijk om het prijsniveau waar te nemen zonder de noodzaak om de onderliggende fundamentals te interpreteren. De prijs wordt in dat geval bepaald door vergelijking.

2.7 Waarde voor de eigenaar – value to the owner

Wat is een object nu voor een eigenaar/bezitter/gebruiker waard (Berkhout 2004)?³⁶ Hoe zouden we dit kunnen beredeneren en bepalen? In dit verband is Limpergs bekende (vervangings-) waardeleer relevant en instructief.³⁷ Uitgangspunt van Limpergs waardeleer is dat zowel consumenten als producenten twee waardeoordelen hebben: respectievelijk de opbrengstwaarde en de vervangingswaarde. Hij presenteerde een beslissingsboom waarin de opbrengstwaarde van een goed wordt bepaald door de hoogste van de indirecte- en de directe-opbrengstwaarde (figuur 1).

De contouren van deze beslissingsboom zijn nog duidelijk te onderkennen in de Nederlandse richtlijnen voor de jaarverslaggeving en de International Financial Reporting Standards (IFRS).

Limpergs waardeleer maakt voor de opbrengstwaarde (realisable value, recoverable amount) een onderscheid in directe-opbrengstwaarde (net realisable value, net selling price) en indirecte-opbrengstwaarde (present value, value in use). De directe opbrengstwaarde is de geldopbrengst als het goed rechtstreeks wordt verkocht.³⁸ Voor goederen die in het productieproces worden aangewend, bestaat bovendien nog een waardering die wordt afgeleid uit de opbrengsten van de producten die met deze productiemiddelen worden voortgebracht. Deze waarde wordt indirect afgeleid uit de opbrengsten van het product die met behulp van het productiemiddel zijn voortgebracht. De directe-opbrengstwaarde komt als waarderingsgrondslag alleen aan de orde wanneer de indirecte-opbrengstwaarde onder de directe-opbrengstwaarde zakt: de ondernemer kan dan – in plaats van verder produceren – het productiemiddel beter verkopen. Van de beide waardeoordelen op basis van de opbrengstwaarde (directe en indirecte opbrengstwaarde) is steeds de hoogste van beide waarderungen relevant.



Figuur 1. Beslissingsboom Limperg's waardeleer

De vervangingswaarde wordt gemeten naar de grootte van het offer dat de vervanging van het goed met zich brengt en wordt bepaald door de prijs op de inkoopmarkt. De waarde die iemand aan het nut hecht, is de laagste van de opbrengstwaarde en de vervangingswaarde. De hoogste van de waardering kan alleen de opbrengstwaarde zijn. De vervangingswaarde als bepalende factor voor de hoogte is alleen relevant wanneer deze lager is dan de opbrengstwaarde. Als iemand een goed derft, is vervanging ervan namelijk pas dan economisch rationeel wanneer het offer voor vervanging de opbrengstwaarde niet overtreft. Voor zowel producenten als consumenten is de vervangingswaarde een objectief gegeven dat in beginsel kan worden afgeleid uit de prijs waarvoor het goed kan worden vervangen.

In de Amerikaanse en Britse vakliteratuur zijn vergelijkbare redeneringen te vinden, al dan niet met verwijzingen naar Limperg en de Nederlandse bedrijfseconomische benadering. Men hanteert daar begrippen als *deprival value*, *value to the owner/firm/business* en *opportunity value*. Bonbright definieerde in 1937 de *value to the owner* als:

*'The value of a property to its owner is identical in amount with the adverse value of the entire loss, direct and indirect, that the owner might expect to suffer if he were to be deprived of the property.'*³⁹

2.8 Tussentijdse evaluatie

In dit boek maak ik zoveel als mogelijk onderscheid tussen waarde, prijs, waarden en taxeren. In de praktijk worden deze begrippen door elkaar gebruikt.

Waardeerders en taxateurs zijn mensen. Het waarden en taxeren zijn subjectieve processen. Een taxatie is een schatting van een bedrag dat in een hypothetische transactie tot stand komt op een peildatum in het heden of verleden. De waardeerder bepaalt aan de hand van zelf gekozen uitgangspunten een waarde.

Subjecten en subjectiviteit vormen belangrijke begrippen en invalshoeken in de taxatie- en waarderingsleer. De waarde die een bepaald vastgoedobject heeft, kan van subject tot subject verschillen. We hebben dan te maken met begrippen als *worth*, *beleggingswaarde* en *value to the owner*. Prijzen vloeien voort uit het (subjectieve) handelen van (rechts)subjecten. De taxateur is aan het schatten (objecten aan het 'beprijzen') en dat is een subjectief proces.

Een marktwaarde is een momentopname, een 'snapshot' van de markt. De algehele toekomstverwachting van de hypothetische verkoper en van de hypothetische koper zijn 'ingeprijsd' in de marktwaarde. De marktwaarde is bij uitstek – en altijd – afhankelijk van de op de peildatum in de markt levende toekomstverwachtingen. Een peildatum mag in beginsel nooit in toekomst liggen. Bij een peildatum die in de toekomst ligt, pretendeert de taxateur immers de omstandigheden en de in de markt heersende opvattingen van straks te kennen en dat is niet mogelijk: de toekomstige prijzen en referenties kennen we immers niet. Taxeren per een toekomstige datum is volgens de huidige taxatiestandaarden strikt genomen niets minder dan ongeoorloofd 'forecasten'. We zullen in hoofdstuk 6 over het economisch waarden van vastgoed wel naar toekomstige waardepeildatum redeneren.



3. Introductie van het begrip reële economische waarde

3.1 Het probleem: <i>impaired assets</i> bij banken	25
3.2 Mededeling Europese Commissie: regels voor activaondersteuning	25
3.3 Beginselen en procedures voor de waardering	28
3.4 Reflecties in de literatuur	28
3.5 Stress test-REV	29
3.6 Tussentijdse evaluatie	30

In dit hoofdstuk behandel ik het begrip 'reële economische waarde', zoals dat door de Europese Commissie tijdens de financiële crisis is geïntroduceerd. Dat gebeurde in een specifieke context. De aanleiding hiervoor was de vraag op welke wijze de staten steun mochten verlenen aan banken waarvan de activa een aanmerkelijke waardevermindering hadden ondergaan (3.1). De economische situatie leek in 2009 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 waarde dan de vigerende prijs die op dat moment op de markt voor die activa zou worden betaald. In dit hoofdstuk breng ik het begrip 'reële economische waarde' verder in kaart. We zullen zien dat er weinig toelichting is gegeven op de 'economische waarde op lange termijn van de activa (de reële waarde in het economische verkeer)'.⁴⁰ Ik volg de publicatie van de Europese Commissie op de voet (3.2). We behandelen de beginselen en de procedures voor de waardering op reële economische waarde (3.3), de reflecties op de mededeling in de literatuur (3.4) en de stress test die uitgevoerd dient te worden (3.5). Ik sluit af met een tussentijdse evaluatie (3.6).

3.1 Het probleem: *impaired assets* bij banken

Boudghene & Maes beschrijven in 2012 in welk verband het begrip 'reële economische waarde' werd gebruikt. Als banken toxische activa (*toxic assets*) of overgewaardeerde activa aanhouden, dan schaadt dat hun gepercipieerde solvabiliteit en liquiditeit. Dat had de financiële crisis tot dan toe aangetoond. Staatssteun doet zich dan voor wanneer activa boven de marktwaarde aan de staat overgedragen worden, bijvoorbeeld om banken te redden van de ondergang. De algemene benadering is, dat de marktwaarde de intrinsieke waarde van een actief reflecteert. Gedurende de maanden na de val van Lehman Brothers disfunctioneerden de financiële markten echter in ernstige mate, waardoor marktwaarden niet meer adequaat de intrinsieke waarde weergaven. Om dit marktfalen tegemoet te treden, introduceerde de Europese Commissie in de *Impaired Assets Communication* (Europese Commissie 2009) het begrip reële economische waarde (*Real Economic Value*; REV). De auteurs merken onder meer als overgewaardeerde activa (*impaired assets*) aan: a) activa waarvan men denkt dat de intrinsieke waarde significant boven de marktwaarde ligt, hetgeen veroorzaakt kan worden door disfunctionerende markten; b) activa die grote, te verwachte verliezen incorporeren.

3.2 Mededeling Europese Commissie: regels voor activaondersteuning

In 2009 publiceerde de Europese Commissie (EC) een zogenoemde 'mededeling' over de behandeling van aan bijzondere waardevermindering onderhevige activa in de communautaire banksector (Europese Commissie 2009). De commissie constateerde dat sinds 2007 het functioneren van de kredietmarkten ernstig verstoord was geraakt. Het gevolg daarvan was dat de liquiditeit in de banksector was opgedroogd en dat banken huiverig waren elkaar krediet te verlenen. Na 2007 waren de kredietmarkten nog ernstiger verstoord, de financiële crisis verhevigd en de wereldeconomie in

een zware recessie terechtgekomen. Verschillende lidstaten wilden banken ondersteunen met de een of andere vorm van ondersteuning voor bankactiva die aan een bijzondere waardevermindering onderhevig waren, zoals vastgoedfinancieringen. De mededeling behandelde vooral punten waarmee de lidstaten rekening moesten houden wanneer zij maatregelen voor activaondersteuning overwogen, gingen uitwerken en ten uitvoer wilden leggen. Ik volg hierna de mededeling van de EC op de voet:

Inleiding⁴¹

De kredietverschaffing aan de reële economie had zich volgens de EC ongunstig ontwikkeld. Een belangrijke reden hiervoor bleek onzekerheid te zijn over de waardering van activa. Dat bleek in de bankensector een bron van problemen te zijn sinds het uitbreken van de crisis. Eerder, in 2008, waren er al steunmaatregelen overeengekomen in de vorm van herkapitalisatie van banken. Die herkapitalisatie had weliswaar gezorgd voor een buffer tegen toekomstige verliezen als gevolg van bijzondere waardevermindering van activa, maar een groot deel van die verschaft kapitaalbuffer was door de banken gebruikt om voorzieningen aan te leggen tegen toekomstige bijzondere waardeverminderingverliezen van activa. Zij hadden niet alleen aanzienlijke afschrijvingen op de waarde van de activa geboekt (van 2007-2009 in totaal 1.063 miljard US Dollar), maar ook stappen gezet om de resterende verliezen te beperken door activa op hun balansen te herindelen. Verder hadden zij geleidelijk extra kapitaal opzijgezet om hun solvabiliteitspositie te versterken. Toch was het probleem niet afdoende opgelost en leek de onverwacht diepe economische neergang er op te wijzen dat de kredietkwaliteit van bankactiva verder en ingrijpender zou verslechteren.

Eventuele overheidssteun zou kritisch worden bekeken. De maatregelen moesten volgens de commissie zo uitgevoerd worden, dat het risico op valse mededinging tussen banken werd ingeperkt en de staatssteunregels uit het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap werden nagekomen. Anders zou de communautaire banksector structureel verzwakt uit de crisis komen, met alle negatieve gevolgen van dien voor het productiepotentieel van de algemene economie.

Staatssteun⁴²

Overheidssteun zou kunnen bestaan uit het opkopen van de activa, het verzekeren van de activa⁴³, ruilen van de activa of een combinatie van deze opties. Onder een gemengde benadering kunnen probleemactiva van de balans van de banken worden afgevoerd en ondergebracht worden in een afzonderlijke entiteit (al dan niet binnen de bank), die op een bepaalde wijze een overheidsgarantie zou kunnen genieten. Overheidsmaatregelen zijn staatssteun, voor zover zij de begunstigde bank bevrijden van (of compenseren voor) de verplichting een verlies of een reserve voor een mogelijk verlies in de boeken op te nemen voor de bijzondere waardevermindering van activa. Dit zou vooral van toepassing zijn wanneer die activa worden gekocht of verzekerd tegen een hogere waarde dan de marktprijs, of wanneer de prijs van een garantie de Staat niet compenseert voor diens eventuele maximale verplichting uit hoofde van de garantie.

Volgens de commissie hield een vergoeding op basis van de hogere reële economische waarde (ten opzichte van de marktwaarde) staatsteun in, maar dat werd gezien als tegenwicht tegen de toenmalige overdrijving in de markt die werd 'aangejaagd door de huidige crisissituatie die tot een verslechtering of zelfs ineenstorting van bepaalde markten heeft geleid'. Verder werd opgemerkt dat de toelaatbare afwijking van de uitkomst van de waardering beperkter moest zijn voor activa waarvan de waarde op basis van betrouwbare marktgegevens kan worden bepaald, dan voor activa waarvoor de markten illiquide zijn.

Waardering activa⁴⁴

De Commissie achtte een juiste en coherente aanpak van de waardering van activa van wezenlijk belang om buitensporige mededinging-vervalsingen te voorkomen en 'subsidiewedlopen' tussen de lidstaten te vermijden. De waardering moest geschieden volgens een algemene, op communautair niveau vastgestelde methode en vooraf voor alle lidstaten nauwkeurig door de commissie worden gecoördineerd. Hierdoor zou de activaondersteuning-maatregel maximaal effect hebben en het risico op distorsies en schadelijke arbitrage beperken.

De commissie onderscheidde twee fasen in de activa-waardering⁴⁵:

1. Waardering op marktwaarde

In de eerste fase moeten de activa, voor zover mogelijk, gewaardeerd worden op basis van hun huidige marktwaarde. In de regel vormt iedere overdracht tegen een waarde die boven de marktprijs staatssteun. De toenmalige (lees: 2009) marktwaarde kon evenwel sterk afwijken van de boekwaarde van die activa, of onbestaand zijn omdat er geen markt was (voor sommige activa kon de waarde daadwerkelijk gedaald zijn tot nul).

2. Waarden op 'reële economische waarde'

In de tweede fase ligt de waarde van de activa die een bijzondere waardevermindering hebben ondergaan ('de overdrachtswaarde'), onvermijdelijk boven de actuele marktprijs om het ondersteunende effect te kunnen sorteren. Teneinde de consistentie bij de beoordeling van de verenigbaarheid van de steun te waarborgen, zou de Commissie

'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, als een aanvaardbare maatstaf beschouwen die aangeeft dat het steunbedrag het strikt noodzakelijke minimum is en dus verenigbaar is'.⁴⁶

**Een overdrachts-
waarde die de
onderliggende
economische
waarde op
lange termijn
weerspiegelt**

Voor bepaalde categorieën activa diende men eenvormige reductiefactoren (haircuts) te overwegen om bij benadering de reële waarde in het economisch verkeer te bepalen van activa die zo complex zijn, dat een betrouwbare voorspelling van de ontwikkelingen in de afzienbare toekomst niet doenbaar lijkt.

Richt snoeren waardering

Vervolgens werden in bijlage IV van de mededeling richtsnoeren gegeven voor de waardering van 'in aanmerking komende activa':

- 'deze is transparant,
- is bij voorkeur gebaseerd op een reeks benaderingen en gemeenschappelijke criteria die de verschillende lidstaten vaststellen,
- gebaseerd op advies van onafhankelijke deskundige derden,
- berust op modellen waarin wordt gebruikgemaakt van input op microniveau om de economische waarde en de waarschijnlijkheid van de verwachte verliezen te ramen en op activaspecifieke haircuts op de boekwaarde van de activa wanneer de inschatting van de marktwaarde bijzonder moeilijk is of wanneer de situatie vereist dat met bekwaame spoed wordt gehandeld'.

Boudghene & Maes (2012)⁴⁷ stellen dat de mededeling geen gedetailleerde informatie bevat over de berekening van de reële economische waarde (REV). Gebaseerd op de methodologie die de EC hanteert bij overgewaardeerde activa komen zij tot het volgende. In een basisscenario is de REV (of: intrinsieke waarde) 'de contante waarde van de verwachte geldstromen gedurende de bezitsperiode van het actief'. In een vervolgzin brengen ze daar een belangrijke nuance op aan:

'het is de netto contante waarde van de geldstromen, die verliezen reflecteren die redelijkerwijs verwacht kunnen worden gedurende de resterende gebruiksperiode van de activa, maar waarbij marktfalen wordt genegeerd, bijvoorbeeld excessieve complexiteit van producten of vertrouwenscrises die resulteren in tekorten aan liquiditeit of excessieve risicoaversie.'⁴⁸

3.3 Beginselen en procedures voor de waardering

In bijlage IV van de mededeling worden de beginselen en procedures voor de waardering in twee pagina's beschreven. Die moeten we in de context van de mededeling lezen: staatssteun-verbod, allerlei typen activa, banken.

'De bepaling van de reële waarde in het economisch verkeer dient te zijn gebaseerd op waarneembare marktgegevens en realistische en voorzichtige aannames over toekomstige kasstromen. (...) Het alternatief om voor complexe activa te werken met berekeningen op basis van modellen, heeft het nadeel dat het gevoelig is voor de onderliggende aannames. De keuze om bij de waardering op alle complexe activa eenvoudige haircuts toe te passen, vereenvoudigt, algemeen gesproken, het waarderingsproces, maar levert wel een minder nauwkeurige prijsbepaling van de individuele activa op. (...) De waardering moet zijn gebaseerd op internationaal erkende normen en benchmarks. (...) De Commissie zal bij het beoordelen van de waarderingsmethoden die lidstaten voor activaondersteuning voorstellen, in beginsel panels van waarderingsdeskundigen raadplegen.'

In deze alinea zien we dat de waardering mede gebaseerd moet worden op 'waarneembare marktgegevens'. Verder wordt gesproken over een 'prijsbepaling', hetgeen suggereert dat waarde zich zou moeten kunnen vertalen in een prijs. Ook wordt gerefereerd aan 'internationaal erkende normen en benchmarks', zonder deze te benoemen.

'Reële economische waarde' is in een specifieke constellatie (crisissituatie) en context (overheid, staatssteun, banken) geïntroduceerd

3.4 Reflecties in de literatuur

In de mededeling worden enkele waarderingsprincipes uiteen gezet. In de jaren na deze mededeling werken enkele ECB-gelieerde auteurs die principes in twee publicaties verder uit.

Boudghene, Maes & Scheicher (2010)⁴⁹ stellen dat de REV of intrinsieke waarde van een actief (portfolio) geschat kan worden als de som van de gediscoteerde geldstromen die uit het actief (portfolio), waarbij geabstraheerd wordt van marktfalen. De REV komt overeen met de netto contante waarde van de verwachte geldstromen, waarbij factoren als het gebrek aan liquiditeit die de markten plagen worden genegeerd. Conceptueel gaat het om de gemiddelde realisatie van de portefeuillewaarde van een groot aantal ex ante mogelijke scenario-realisaties.

In 2012 schrijven Boudghene & Maes⁵⁰ dat men in het REV-basisscenario een contante waarde moet berekenen, waarbij de disconteringsvoet opgebouwd is uit een risicovrij rendement (*risk free rate*) en een risicopremie (*risk premium*) en rekening gehouden wordt met de volatiliteit van de geldstromen. Een dergelijke benadering achten zij alleen gerechtvaardigd wanneer de markt in kwestie disfunctioneert. Voor de volledigheid merken ze nog op dat dit scenario kan afwijken van scenario's die de bank hanteert voor risk management of herstructureringsplannen. De consistentie van de berekening moet zoveel mogelijk gecheckt worden door te benchmarken en vergelijken met relevant onderzoek van derden. We zien dat de schrijvers uitgaan van ex ante mogelijke scenario-realisaties. Het gaat om scenario's die zich in de toekomst nog moeten voltrekken en waarvan geen prijsvorming bekend is. We moeten abstraheren van marktfalen en gebrek aan liquiditeit. Het gaat niet om het enkel observeren van marktwaarden.

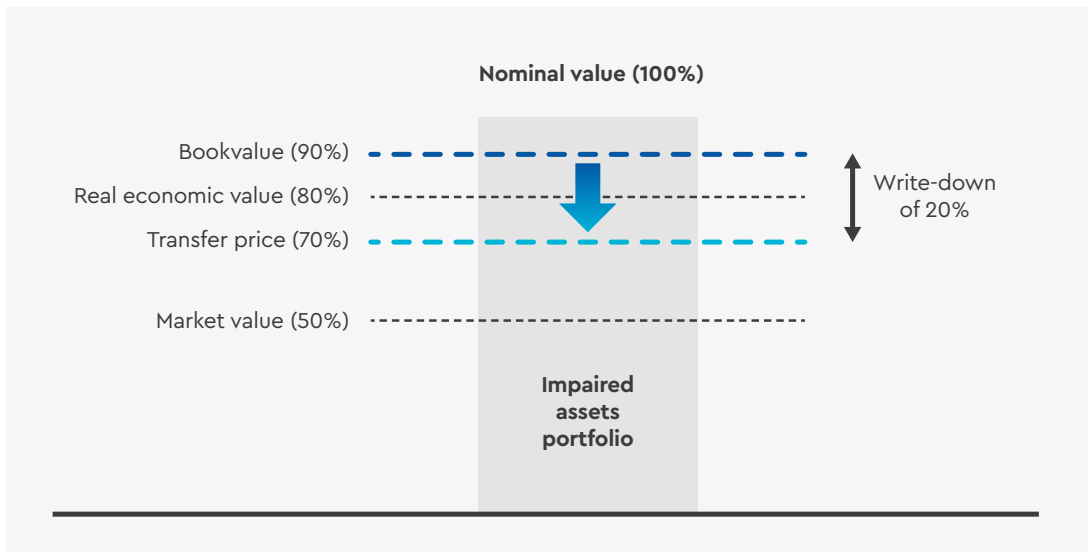
Overes (2016) stelt dat de waardering op *real economic value* niet één-op-één te vertalen naar een bestendige economische waarde voor vastgoedinvesteringen. Als sprake is van disfunctioneren van de markt, wordt gewaardeerd alsof sprake is van 'normale' marktomstandigheden. Het begrip wijdt niet uit over de marktomstandigheden die in positieve zin afwijken van het normale. Zij noemt als belangrijke aanknopingspunten:

- abstraheren van marktdisrupties;
- gemiddelde netto contante waarde berekenen aan de hand van bijvoorbeeld Monte-Carlo-simulaties om de onzekerheden ook tot uitdrukking te laten komen;
- verwachte (operationele) verliezen in teller van de breuk, financiële risico's opnemen in de noemer van de breuk;
- stress-testing om verschillende scenario's door te rekenen;
- verschillende invullingen zijn mogelijk.⁵¹

3.5 Stress test-REV

In een stress test-REV worden verwachte verliezen geschat onder ernstige, maar nog steeds plausible omstandigheden. Het vergelijken van de stress test-REV met een basis scenario-REV kan waardevolle inzichten opleveren voor de uiteindelijke prijs die men hanteert tussen de bank en een lidstaat. Dit illustreren Boudghene & Maes (2012)⁵² met de onderstaande tekening (figuur 2).

De schrijvers lichten de tekening als volgt toe. Stel een actief staat te boek voor 90% van zijn nominale waarde. De marktwarde is 50%, de REV 80%. De bank en de lidstaat komen een prijs van 70% overeen. Het steunbedrag zou dan 20% zijn (overdrachtsprijs minus marktwarde) en de steun zou als verenigbaar met het verdrag worden beschouwd (aangezien de overdrachtsprijs REV niet overschrijdt). De bank vermijdt hierdoor een afwaardering naar de marktwarde. De bank verwerkt een afwaardering van van 20% (boekwaarde minus overdrachtsprijs). De schrijvers benadrukken dat met niet met achterafkennis (*hind sight*) moet werken, maar dat men moet uitgaan van de beschikbare informatie op de datum waarop waarderingsoperatie werd uitgevoerd, ongeacht toekomstige ontwikkelingen.



Figuur 2. Real economic value versus transfer price for a portfolio of impaired assets (Boudghene & Maes 2012)

Voor het bepalen van de aannames in de stress test-REV kan men een historische of een hypothetische benadering kiezen. In een historische benadering baseert men zich op ernstige evenementen uit het verleden. Een dergelijke benadering achten Boudghene, Maes & Scheicher (2010)⁵³ adequaat voor activa-klassen waarvoor lange reeksen cijfers beschikbaar zijn en waarbij ernstige evenementen uit het verleden gelijkenissen vertonen met de voorhanden situatie. In een hypothetische benadering wil men evenementen vatten die nog niet eerder zijn vertoond, waarbij met een nog pessimistischer scenario gerekend wordt dan in het basisscenario. Een dergelijke benadering is adequaat voor activaklassen die relatief nieuw zijn en waarvoor geen lange termijnreeksen beschikbaar zijn.

3.6 Tussentijdse evaluatie

We hebben gezien dat het begrip 'reële economische waarde' of 'real economic value' in een specifieke constellatie (crisissituatie) en context (overheid, staatssteun, banken, activaondersteuning) is geïntroduceerd door de Europese Commissie. Het begrip is vrij theoretisch en abstract uitgewerkt. In de Nederlandse SNS-casus is het waardebegrip in de praktijk uitgewerkt.

Gelet op het voorgaande kunnen we, in de context van staatssteun in de financiële crisis (een disfunctionerende markt), als uitgangspunten voor de REV noteren:

in het REV basisscenario

- een functionerende markt;
- waarneembare marktgegevens;
- realistische en voorzichtige aannames over toekomstige geldstromen;
- internationaal erkende normen en benchmarks;

in de REV stresstest

- verwachte verliezen onder ernstige, maar nog steeds plausibele omstandigheden;
- historische data wanneer lange termijnreeksen beschikbaar zijn en anders onder een hypothetisch pessimistisch scenario.



4. Langetermijnwaarden – verdere afbakening van het speelveld

4.1 Stabiele waarde – <i>stable value / stabilized value</i>	33
4.2 Hypotheekwaarde – <i>mortgage lending value (MLV)</i>	35
4.3 Langetermijnwaarde – <i>long-term value</i>	37
4.4 Bestendige langetermijnwaarde – <i>long-term sustainable value (L-TSV)</i>	37
4.5 Bestendige (netto) vermogenswaarde – <i>sustainable (net) asset value</i>	37
4.6 Tussentijdse evaluatie	38

In hoofdstuk 2 zagen wij dat een taxateur met een marktwaardetaxatie op zoek gaat naar de prijs die op waardepeildatum op de markt betaald zou worden. Marktreferenties (betaalde prijzen) bieden daarvoor aanknopingspunten. In een 'waardering' wordt een waarde bepaald aan de hand van zelf gekozen uitgangspunten en dat is van een andere orde. Zo kunnen referentieprizen meegenomen worden in een waardering, maar dat hoeft niet. In hoofdstuk 3 bespraken we de aanleiding om het begrip reële economische waarde te introduceren, de toelichting die de Europese Commissie daarbij heeft gegeven en het commentaar in de literatuur. We zullen in het volgende hoofdstuk 5 zien dat het waardebegrip 'economische waarde' in de vastgoedliteratuur nauwelijks voorkomt. Maar het begrip maakt wel deel uitmaakt van de familie van langetermijnwaarden. Vastgoedinvesteringen zijn doorgaans investeringen voor de lange termijn. Alleen al uit dien hoofde zijn langetermijnwaarden en – waarderingen interessant voor investeerders (beleggers en eigeengebruikers).

In de laatste drie decennia wordt en werd door vastgoedprofessionals geschreven over langetermijnwaarden en komen in verband daarmee begrippen voor als: stabiele waarde (*stable value*, 4.1); hypotheekwaarde (*mortgage lending value*, 4.2); long term values (4.3); bestendige langetermijnwaarde (*long term sustainable value*, 4.4); bestendige (netto) vermogenswaarde (*sustainable (net) Asset Value*, 4.5). Deze langetermijnwaarden nemen wij in dit hoofdstuk onder de loep. We sluiten af met een tussentijdse evaluatie (4.6).

4.1 Stabiele waarde – *stable value / stabilized value*

Het idee van een langetermijnwaarde of 'stabiele waarde' werd in de 90-er jaren van de vorige eeuw al besproken door een commissie van de Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS), onder het voorzitterschap van Michael Mallinson. Deze commissie had de brede opdracht gekregen voor elk aspect van vastgoedtaxaties die zij geschikt achtten onderzoek uit te voeren, commentaar te leveren en aanbevelingen te formuleren.

In het zogenoemde Mallinson Report (RICS 1994) werd het begrip stabiele waarde (*stable value*) onder de loep genomen. Klanten hadden namelijk de wens een stabiele waarde op lange termijn te berekenen, zonder de volatiliteit uit van dag-tot-dag marktprijzen die worden beïnvloed door kortetermijnfactoren.⁵⁴ De commissie betoogde dat het waarden van een actief of een groep activa op een andere basis dan marktwaarde verwarring zou veroorzaken. Het kernprobleem is de afwezigheid van referenties. Dit probleem zou men kunnen oplossen door stabiele, langetermijntrends te gebruiken en stabiele disconteringsvoeten. De aldus berekende waarde zou behoorlijk kunnen afwijken van de marktwaarde. De voorstanders van de stabiele waarde onderkenden dit punt, maar betoogden dat er meer realistische waarden

getoond zouden kunnen worden. De commissie adviseerde het begrip niet verder te ontwikkelen voor het Red Book (het taxatieboek van de RICS). Het concept van een 'bestendige' of 'stabiele' waarde als basis voor waardering werd niet als een serieus alternatief voor de marktwaarde gezien, omdat de waardeoordelen te subjectief zouden zijn en te vatbaar voor verschillen tussen taxateurs.⁵⁵

'We believe that the judgements necessary to produce the calculations would be too subjective, and too open to variability between valuers. We would also argue that the answers could prove grossly misleading. It must be observed that many fundamental 'actuarial' observations are based on extrapolations of the long term past. They are therefore prone to major error when economic fundamentals change; for example, equities and property were greatly undervalued in the early 1950s when inflation was emerging.'

Stork & Humphries (1996)⁵⁶ bespreken het concept van een langetermijnwaarde (in de tekst spreken zij van een long-term sustainable value) in het boek *European Valuation Practice* onder verwijzing naar het Mallinson Report. Ze betogen dat het idee van een of 'stabiele waarde' voor waardering van leningen niet nieuw was voor Duitse taxateurs, waar dergelijke taxaties worden uitgevoerd in het kader van hypothecaire bankwetgeving (*Hypothekenbankgesetz*). De 'bestendige waarde op lange termijn' werd ontwikkeld in een tijdperk van relatief stabiele waarden, waarbij vastgoedwaarden redelijk accuraat konden worden voorspeld. Minimumrendementen worden door de individuele hypotheekbanken voorgeschreven voor bepaalde vastgoedsegmenten die onder toezicht staan van de Duitse toezichthoudende autoriteit. Daarnaast worden grote aftrekken toegepast voor uitgaven van de huurwaarde. De gebruikte huurwaarde mag niet hoger zijn dan de daadwerkelijke huur, om een netto bestendig inkomen te bepalen. Dit inkomen wordt vervolgens gekapitaliseerd voor de resterende gebruiksduur van het gebouw. Het resultaat is onveranderlijk lager dan de huidige marktwaarde van het gebouw, hoewel wordt betoogd dat het resultaat gelijk zou zijn als de bodem van de vastgoedcyclus is bereikt.

Stork & Humphries beschouwen de sustainable value als een backup tool for lenders.

Roark & Roark (2006) presenteren in hun *Concise Encyclopedia of Real Estate Business Terms* de term *stabilised value*. De definitie komt dicht bij het concept real economic value.

De gestabiliseerde waarde is een taxatie-waarde die is gebaseerd op het gestabiliseerde inkomen tijdens het (economische) leven van het project. 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 zijn 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. 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.⁵⁷

Er bestond dus wel een behoefte aan zoiets als een stabiele waarde op lange termijn, waarbij afgezien wordt van abnormale situaties. Maar men zag op tegen al te veel subjectiviteit en verschillen tussen taxateurs. Zoals Stork & Humphries treffend opmerken zou het wel een back up tool voor financiers kunnen zijn. Dit komt goed naar voren als we het begrip hypotheekwaarde bespreken.

4.2 Hypotheekwaarde – mortgage lending value (MLV)

De termen Mortgage Lending Value (hypotheekwaarde) en langetermijnwaarde zijn nauw met elkaar verbonden en worden in taxatiestandaarden in dezelfde context gebruikt.

In European Valuation Guidance Note 2 (taxatierichtlijn 2) van de EVS 2016, getiteld *Valuation for Lending Purposes* (Taxatie ten behoeve van kredietverlening), wordt het begrip *long term sustainable value* gebruikt in het kader van de hypotheekwaarde.⁵⁸ De begrippen hypotheekwaarde, Mortgage Lending Value en *long term sustainable value* moeten volgens de richtlijn nadrukkelijk in de context van het risicobeheer van kredietinstellingen aangaande vastgoedfinancieringen worden geplaatst: ze bieden een goedgekeurde grondslag voor de beoordeling van vastgoed voor kredietinstellingen. De hypotheekwaarde houdt een beoordeling in van de duurzaamheid van de zekerheid op de lange termijn: biedt het verhypothekerde vastgoed voldoende zekerheid om de lening voor langere tijd te dekken? Daarbij moeten we denken aan voorzichtige, veilige taxaties waarbij speculatie nadrukkelijk is uitgesloten en men naar de lange termijn kijkt. Gewoonlijk wordt voor vastgoedfinancieringen een marktwaardetaxatie gevraagd. In sommige landen kan een beoordeling van de hypotheekwaarde vereist zijn. In EVS 2 ('Taxatiegrondslagen anders dan marktwaarde') wordt de hypotheekwaarde (Mortgage Lending Value) als volgt gedefinieerd:

De waarde van het vastgoed die is vastgesteld op grond van een voorzichtige prognose van de toekomstige handelbaarheid van het goed, rekening houdend met duurzame langetermijn-aspecten 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.

Paragraaf 5.7 van de taxatierichtlijn geeft wat meer richting aan de inhoud van de hypotheekwaarde, die

'wordt afgeleid van de langetermijnwaarnemingen van markten en marktgegevens op de waardepeildatum, op basis van duurzame eigenschappen van het vastgoed en de omgeving ervan en is een weerspiegeling van een prijs die gedurende een lange periode in de toekomst bij normale vastgoedtransacties zou moeten kunnen worden gerealiseerd. Deze uitsluiting van zuiver tijdgerelateerde factoren, waaronder kortstondige ontwrichtingen van de markt, en van factoren die specifiek zijn voor bepaalde partijen, is bedoeld om te waarborgen dat de taxatie een weerspiegeling is van een langdurig stabiel evenwicht en passende alternatieve gebruikswijzen. Hiertoe zal de taxateur bij het ramen van de hypotheekwaarde alle eventuele invloeden op de waarde die of van tijdelijke aard zijn of alleen verband houden met specifieke partijen en niet met de markt in het algemeen buiten beschouwing laten.'

Kortom: de waarde moet een prijs weerspiegelen die onder normale, stabiele omstandigheden gedurende een lange, toekomstige periode voor het vastgoed betaald zou worden.

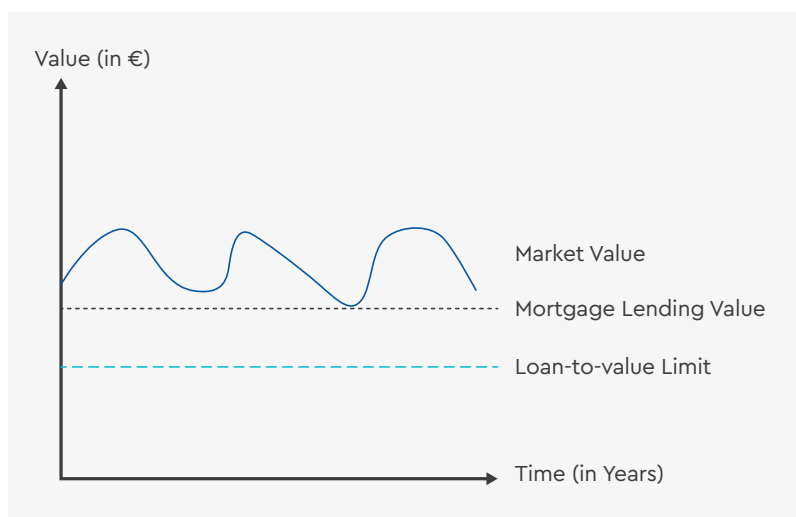
Volgens de richtlijn moet de hypotheekwaarde een beoordeling geven van de bestendigheid van de zekerheid op de lange termijn: biedt een verhypothekerd vastgoed voldoende zekerheid om een lening voor langere tijd te dekken? De hypotheekwaarde is bedoeld als schatting van de waarde van het vastgoed over een langere periode. De marktwaarde is 'slechts' een beoordeling per waardepeildatum.

Prijs die onder normale, stabiele omstandigheden gedurende een lange, toekomstige periode voor het vastgoed betaald zou worden

De hypotheekwaardedefinitie vindt haar basis in richtlijnen en verordeningen aangaande prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen. In de Verordening kapitaalvereisten⁵⁹ is bepaald dat in lidstaten, die op basis van wettelijke of bestuursrechtelijke bepalingen strenge criteria voor de berekening van de hypotheekwaarde eisen, het vastgoed tegen of onder de hypotheekwaarde worden gewaardeerd. Bankentoezichthouders zien de hypotheekwaarde als risicobeheersingsinstrument waarbij alleen rekening wordt gehouden met de langetermijnaspecten van het vastgoed en speculatieve elementen buiten beschouwing worden gelaten. Art. 229 lid 1 van de Verordening kapitaalvereisten⁶⁰ bepaalt uitdrukkelijk het volgende: 'De instellingen verlangen dat de onafhankelijke schatter geen speculatieve factoren in de hypotheekwaarde verrekent en die waarde op doorzichtige en heldere wijze in documentatie vastlegt.'⁶¹

Bienert en Brunauer (2007)⁶² geven een lezenwaardig historisch overzicht van de MLV en vergelijkbare waarden en presenteren volgende karakteristieken van het MLV-concept in Duitssprekende landen:

- Bestendigheid. Er worden hogere eisen gesteld aan de accuratesse van de voorspellingen, want de waarde moet gegarandeerd zijn gedurende de gehele financieringstermijn.
- Vermijden van elke speculatie. Geen onzekere aannames over waardeinstijgingen. Beducht zijn voor algemene risico's.
- Traceerbaarheid van inputvariabelen en resultaten. Banken stellen immers hoge eisen aan documentatie.
- Standaardisatie van de waardering binnen het wettelijk raamwerk en de interne richtlijnen van de kredietnemer.
- Verkoopbaarheid. Het vastgoed moet op elk gewenst moment op de markt gebracht kunnen worden.



Figuur 3. Mortgage Lending vs Market Value (Bienert & Brunauer 2007)⁶⁸

4.3 Langetermijnwaarde – long-term value

In 2017 verscheen een onderzoeksrapport over langetermijnwaarden van vastgoed van The Property Industry Alliance, een samenwerkingsverband van acht grote Britse vastgoedlichamen (Property Industry Alliance 2017). Ze schrijven dat met name vastgoedfinanciers de behoefte hebben om toekomstige waardeontwikkelingen van vastgoed in kaart te brengen vanuit het perspectief van risicomanagement. Een werkgroep was hiermee aan de slag gegaan. Het rapport richtte zich niet op individuele objecten, maar op de vastgoedmarkt als geheel. In het rapport stelt men dat er elke 15-20 jaar wel een vastgoedcrisis is, wat een gevolg is van de onvermijdelijke cycli in de markt. In het kader van risicomanagement wilde de werkgroep inzichten bieden om volgende crises te identificeren en daar tijdig op in te spelen. De werkgroep concludeerde dat langetermijnwaarderingen vroegtijdig nuttige signalen kunnen opleveren om onder- en overwaarderingen op de vastgoedmarkt als geheel te signaleren. Kredietinstellingen werden daarom aangemoedigd na te denken over hoe langetermijnwaarden een centrale rol kunnen spelen bij risicobeheersing. De werkgroep had drie methoden getest om langetermijnwaarden vast te stellen voor de vastgoedmarkt. Die bespreken we in hoofdstuk 7.

4.4 Bestendige langetermijnwaarde – long-term sustainable value (L-TSV)

Het Long-Term Sustainable Value Network (2018) heeft een ontwerp gepubliceerd om de Long-Term Sustainable Value (L-TSV) te bepalen (Long-Term Sustainable Network 2018). L-TSV is ontworpen als een hulpmiddel voor risicobeheer. L-TSV wordt afgeleid op basis van observaties op de lange termijn van marktbewegingen en gegevens op het moment van de waardering en de bestendige kenmerken van het activum en zijn omgeving. Het weerspiegelt een prijs die in ieder geval over een lange periode in de toekomst onder normale marktomstandigheden moet worden gerealiseerd. L-TSV moet een stabiel evenwicht op lange termijn en geschikt alternatief gebruik weerspiegelen en sluit met name uit: factoren die specifiek zijn voor bepaalde partijen en kortetermijnfactoren die van invloed zijn op waarde zoals marktverstoringen en speculatieve factoren.

De L-TSV wordt in het document gedefinieerd als:

de waarde, zoals die 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. De waarde 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 veroorzaakte waardeschommelingen op de relevante vastgoedmarkt en met uitzondering van bijzondere veronderstellingen.

De Basel Committee on Banking Supervision schrijft in 2017 (in verband met LTV-ratio's) dat de waarde van vastgoed onafhankelijk beoordeeld moet worden op basis van voorzichtige, conservatieve waarderingscriteria (*prudent value of property*).⁶³ Daartoe moet de waardering verwachtingen ten aanzien van prijsstijgingen uitsluiten en aangepast worden wanneer de huidige marktprijs significant boven de duurzame waarde over de levensduur van de lening (*the value that would be sustainable over the life of the loan*). Nationale toezichthouders moeten richtsnoeren verstrekken met voorzichtige waarderingscriteria, voor zover ze niet al in het nationale recht bestaan. Als een marktwaarde kan worden bepaald, mag de waarde niet hoger zijn dan de marktwaarde.

4.5 Bestendige (netto) vermogenswaarde – sustainable (net) asset value

In de context van vastgoedsecuritisatie wordt in de taxatierichtlijn EGVN 3⁶⁴ (Vastgoedtaxatie ten behoeve van securitisatie) gesproken van *Sustainable Net Asset Value* en *Sustainable Asset Value*. Voor Nederland zijn deze begrippen vertaald in 'duurzame netto intrinsieke waarde' of 'duurzame vermogenswaarde'. Het heeft mijn voorkeur te spreken van bestendige (netto) vermogenswaarde.

Vastgoedsecuritisatie laat zich volgens de taxatierichtlijn definiëren als het proces van omzetting van vastgoedgerelateerde activa in verhandelbare papieren effecten door schulden

of vermogensbelangen in vastgoed (zoals hypothecaire leningen) te bundelen tot een vorm die kan worden verkocht. De inkomstenstroom uit die belangen wordt toegekend aan beleggers. De richtlijn geldt voor vastgoedtaxaties ten behoeve van de waardering van deze effecten, zowel voor de initiators als hun potentiële kopers. Omdat elke beleggingsbeslissing gebaseerd is op het vermogen van een vastgoedobject op de lange termijn, tot aan de vervaldatum van de zekerheid, opbrengsten te genereren, zijn vastgoedtaxaties van essentieel belang voor vastgoedsecuritisatie. De taxateur moet bij taxaties ten behoeve van securitisaties tal van aspecten in kaart brengen voor de belanghebbenden, zoals marktwaarden en de bestendige (netto) vermogenswaarden van een portefeuille, alsmede de bijbehorende markt- en vastgoedrisico's. Bij de beoordeling van een portefeuille van vastgoedobjecten is de tweede stap in het taxatieproces de gehele portefeuille in beschouwing te nemen.⁶⁵

De Net Asset Value (bestendige netto vermogenswaarde) is een waardering van de geaggregeerde huidige waarde van activa minus alle passiva. In de definitie wordt Sustainable (Net) Asset Value gedefinieerd als

'de duurzame waarde die een actief naar verwachting op lange termijn zal krijgen of behouden'.⁶⁶

Paragraaf 3.5 van EGVN 3 geeft de volgende toelichting⁶⁷:

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.

4.6 Tussentijdse evaluatie

Langetermijnwaarden staan al lange tijd in de belangstelling van vastgoedtaxateurs en hun opdrachtgevers. Er zijn tal van langetermijnwaardebegrippen in omloop, die vooralsnog hun erkenning en toepassing vinden bij risicobeoordelingen in het kader van leningenportefeuilles en vastgoedsecuritisaties. Verdere institutionalisering in taxatie- of waarderingsstandaarden heeft nog niet plaatsgevonden, hoewel er in de literatuur en de markt wel over nagedacht wordt.



5. Economische waarde van vastgoed

5.1 Economische waarde van vastgoed – economic value of real estate	41
5.2 Business valuation en economische waarde	42
5.3 Bestendige economische waarde van vastgoed	44
5.4 Tussentijdse evaluatie	46

Er bestaat nog geen vastomlijnd begrippen- en (denk-)kader rond de noties 'economische waarde' en 'economisch waarderen' van vastgoed. In de vastgoedliteratuur treffen we – zoals we in dit hoofdstuk zien – de begrippen aan, maar ze worden in verschillende contexten gebruikt en zelden van definities voorzien (5.1). We maken daarom een uitstapje naar business valuation, waar economisch waarderen gangbaar is (5.2). In de volgende paragraaf komen we de eerste verkenningen tegen op vastgoedgebied (5.3). We eindigen met een tussentijdse evaluatie (5.4).

5.1 Economische waarde van vastgoed – economic value of real estate

Een zoektocht in de internationale literatuur levert weinig treffers op aangaande economische waarde van vastgoed. Het begrip *economic value* wordt wel gebruikt in artikelen over het waarderen van aandelen, zonder dat het begrip strikt wordt afgebakend en gedefinieerd. Het begrip is voor vastgoed nauwelijks tot wasdom gekomen; eerder wordt het onbewust gebruikt, bijvoorbeeld in artikelen over (stedelijke) (her)ontwikkeling van grond en opstellen en waardecreatie of -vernietiging.⁶⁹ Ik laat enkele invalshoeken zien, omdat ze een ander licht kunnen werpen op de perceptie van economische waarde.

Salette (2005) bespreekt het meten van (economische waarde) in de context van gebouwen en de gebouwde omgeving (architectuur en ontwerp) en presenteert een tabel waarin hij potentiële positieve en negatieve factoren van de economische waarde van vastgoed in kaart brengt.

Hij onderscheidt 'waarde' in relatie tot 'ontwerp(en)' in vijf categorieën:

1. **Handels- of ruilwaarde**
(commodity, or exchange, value)
Dit is de waarde die kan worden beprijsd en gerealiseerd in de markt. Het is een veel voorkomende vorm van waardetoevoeging door een gebouwonwerp, waarbij de aantrekkingskracht van het ontwerp resulteert in een hoger marktaandeel of een hoge rendement.
2. **Operationele waarde**
Waardevermeerdering door operationele kwaliteit, zoals bijvoorbeeld verhoogde productiviteit, verwijdering van risico's, verlaging van operationele en levenscycluskosten.
3. **Esthetische waarde**
Dit is een subjectieve waarde, zoals bijvoorbeeld de cultuur-historische kwaliteiten van een gebouw. Net als operationele waarde, kan de esthetische waarde een positief effect hebben op de handelswaarde, maar ook een negatief effect wanneer extra uitgaven moeten worden gemaakt vanwege voorschriften tot behoud van historische erfgoed.
4. **Sociale waarde**
Een waarde die betrekking heeft op het grote publiek en wordt gekenmerkt door bredere publieke doelstellingen zoals een hogere kwaliteit van leven, verhoogde culturele vitaliteit en een grotere publieke trots. Andere voorbeelden zijn: toegankelijkheid van voorzieningen, meer openbare ruimte, betere beveiliging, minder stress en lagere reiskosten.
5. **Milieuwaarde**
Een andere waarde die op het publiek betrekking heeft en wordt gekenmerkt door voordelen zoals een lager energieverbruik, minder hulpbronnen, minder gebruik van landoppervlak, minder vervuiling, en verbeterde ecologische diversiteit en duurzaamheid.

De financiële waarde van een gebouw beïnvloedt de hoeveelheid kapitaal en beschikbare middelen voor investeringen in het goed ontwerp. Het bezitten of gebruiken van een gebouw kost veel geld en dat moet financieel gerechtvaardigd zijn. Een focus op reduceren van kapitaaluitgaven kan leiden het negeren van het potentieel extra waarde te creëren met een goed ontwerp. Door middel van het ontwerp van een gebouw kan de marktwarde worden verhoogd. Een 'groen gebouw' kan waarde opleveren voor bepaalde ondernemingen en organisaties. In een tabel presenteert Salette vervolgens de potentiële economische waarde van een stedenbouwkundig ontwerp, waarmee we een indruk krijgen van welke aspecten met deze waarde samenhangen (zie tabel 1, p. 41).⁷⁰

Roulac e.a. (2006)⁷¹ betogen dat vanuit een economisch perspectief 'waarde' wordt gedefinieerd als de prijs die wordt betaald voor de meest doelmatige en meest doeltreffende gebruik⁷² (*highest and best use*) van vastgoed, die in een vrije markt tot stand komt door vraag en aanbod. In normale marktomstandigheden wordt die prijs positief of negatief beïnvloed door de bestemming van het vastgoed. Onder deze omstandigheden zal 'economische waarde' worden geïnterpreteerd als het meest doelmatige en meest doeltreffende gebruik aangepast voor het toegestane gebruik dat van de locatie of het vastgoed. Die vastgoedwaarde kan worden gecreëerd, veranderd en vernietigd door de interactie van vier krachten: fysieke, politieke, economische en sociale. Fysieke kracht omvat factoren zoals klimaat, topografie, beschikbaarheid van water en waterkwaliteit. De politieke invloedsfactoren omvatten controle over geld en krediet, door overheid verzekerd of gegarandeerde leenregelingen, gezondheids- en veiligheidscodes, bouwvoorschriften, huurregelingen en belastingdruk. Economische factoren zijn onder meer de beschikbaarheid van werkgelegenheid, loon en salarisniveaus, de economische basis en diversificatie. Sociale invloeden omvatten demografische veranderingen en veranderingen van levensstijl. Anderen leggen de nadruk op een beperktere groep factoren, waaronder fysiek vastgoed, rechten aangaande vastgoed en financiële componenten als waardebepalende factoren van vastgoed.

5.2 Business valuation en economische waarde

Vis definieert in 2006⁷³ economische waarde als 'de huidige (contante) waarde van een stroom toekomstige geldopbrengsten; het resultaat van een persoonlijke mentale exercitie'. En in zijn proefschrift (Vis, 2010)⁷⁴ als 'de huidige waarde van een aan een object of subject toe te rekenen reeks vrije geldstromen. Dit is een *ex ante* begrip.'

Het Nederlands Instituut voor Register Valuators (NIRV) is de beroepsvereniging voor Register Valuators in Nederland. In alinea 310 (Waarde, waarden en waardebegrippen) van de Gedrags- en Beroepsregels RV⁷⁵ valt aangaande de economische waarde het volgende te lezen:

- a. In de praktijk worden begrippen gehanteerd waarin het woord waarde voorkomt, maar die in feite geen waarde vertegenwoordigen. Als voorbeeld kan het begrip Waarde In Het Economisch Verkeer worden genoemd. Economisch gezien is dat gelijk of gelijk te stellen aan de Prijs. Hetzelfde geldt voor het veelvuldig gebruikte begrip marktwaarde. De Register Valuator maakt voor Waarderingswerkzaamheden altijd gebruik van het begrip Economische Waarde.
- b. Voor het berekenen van de Economische Waarde moeten de volgende elementen van parameters worden voorzien: geld, tijd en risico (=kwantificeerbare onzekerheid). Waarde die op andere wijze dan hierboven genoemd tot stand is gekomen mag nimmer met het begrip Economische Waarde worden aangeduid.
- c. Bij het bepalen van de Economische Waarde gaat het om een toekomstige, door een subject verwachte, stroom opbrengsten, uitgedrukt in (Vrije) Geldstromen. Deze verwachte Geldstroom wordt met behulp van een Disconteringsfactor uitgedrukt in de Economische Waarde op de Waarderingsdatum.'

De potentiële economische waarde van een goed stedenbouwkundig ontwerp

Tastbare economische voordelen	Immateriële economische voordelen
• Potentieel voor hogere grondprijzen • Hogere verkoopwaarden • Verhoogd financieringspotentieel (publiek en privaat) • Hoger huurrendement • Hogere beleningswaarde • Lagere bedrijfskosten • Behoud van waarde / inkomsten • Lagere onderhoudskosten op lange termijn • Hogere waarden bij doorverkoop • Eenvoudig onderhoud als hoge kwaliteit materialen worden gebruikt • Minder beveiligingsuitgaven • Lagere energiekosten • Lagere overheidsuitgaven voor gezondheidszorg, misdaadpreventie, stadsbeheer en onderhoud • Verbeterde economische levensvatbaarheid voor de buurlanden • Verhoogde lokale belastinginkomsten • Lagere reiskosten	• Potentieel voor een grotere zekerheid van investeringen afhankelijk van de markt • Snellere verlening vergunningen (lagere kosten, minder onzekerheid) • Onderscheidend vermogen (grotere product-differentiatie) • Mogelijkheid om moeilijke locaties aan te pakken • Betere reputatie voor ontwikkelaar (verhoogde betrouwbaarheid / “handelsmerk”-waarde) • Verhoogde waarschijnlijkheid van toekomstige samenwerkingen • Verbeterde reputatie voor professionele ontwerpers • Verhoogde werkdruk en nieuwe opdrachten van stabiele, hoogwaardige klanten • Scherpe concurrentiepositie • Topkwaliteit huurders voor de lange termijn • Gelukkiger personeel • Hogere productiviteit • Toegenomen zakelijk (klant) vertrouwen • Minder disruptie • Verbeterd prestige van de gebruiker • Verbeterd potentieel voor citymarketing
Tastbare economische kosten	Immateriële economische kosten
• Potentieel voor lagere grondprijzen • Hoger risico door hogere ontwikkelingskosten • Hogere infrastructuurkosten (openbare ruimte en sociale infrastructuur) • Hogere bouwkosten • Hogere ontwerpkosten (professionele kosten) • Hogere kapitaalinvesteringen • Blijvende verantwoordelijkheid van de particuliere sector voor publieke en private ruimten • Hogere huren • Hogere beheerskosten	• Langere ontwerptijd (niet altijd vergoed) • Complexer beheer, wanneer het een ontwikkeling voor gemengd gebruik betreft

Tabel 1. Economische waarde van een stedenbouwkundig ontwerp

In alinea 410 (Begripen en Definities) definieert men vervolgens Economische Waarde als: 'De contante (huidige) waarde van verwachte geldstromen, ergo de waardering rekening houdend met de elementen tijdswaarde van geld, risico en tijd. Economische Waarde is een Ex Ante begrip'. Waarderingsdatum, Waarderingsmoment of Peildatum staan voor: 'Het moment waarop naar de toekomst wordt gekeken; het tijdstip van de contante (huidige) waarde'.

5.3 Economische waarde van vastgoed

Overes (2016) 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.⁷⁶ 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. Ik duid in dit boek met het woord 'bestendig' aan: niet telkens veranderend. Ik wil daarmee de houdbaarheid (blijvend, niet veranderlijk, permanent) van de waarde op lange termijn benadrukken.

Overes komt na haar onderzoek en een expertsessie⁷⁷ tot de volgende definitie van de 'bestendige economische waarde voor vastgoedinvesteringen (vastgoedbeleggingen en eigengebruiksvastgoed):

'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'.

Zij licht een aantal elementen van deze definitie als volgt toe:

'... een waarderingsmoment...

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.

... positie van een beschouwend subject...

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 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. De keuze van de termijn waarover een bestendige economische waarde wordt bepaald, lijkt minder relevant door het feit dat tevens een eindwaarde (terminal value)⁷⁸ berekend moet worden. Afhankelijk van de gekozen termijn zal de eindwaarde variëren.

... 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 in 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.

... gebaseerd op te verwachten vrije geldstromen en te verwachten marktontwikkelingen en risico's, waarbij wordt geabstraheerd van de huidige prijsvorming

... 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 nú 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.

Met haar onderzoek heeft Overes een waardevolle bijdrage geleverd aan begripsvorming en afbakening van het economisch waarderen 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.⁷⁹ Vis (2010)⁸⁰ 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.

5.4 Tussentijdse evaluatie

In de wereld van de vastgoedtaxateurs zijn de begrippen 'economische waarde' en 'economisch waarden' nog nauwelijks doorgedrongen, in tegenstelling tot die van de ondernemingswaarders. In de Gedrags- en Beroepsregels van het NIRV 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. Overes heeft voor vastgoed een definitie geïntroduceerd dat kaders geeft. Opvallend is dat zij de economische waarde niet beperkt tot t_0 , maar ook een geprognosticeerde waarde op ieder moment in de toekomst ($t+x$) meeneemt. Het woord 'bestendig' in haar definitie verwijst naar een consistente methode van waardebepaling, waarbij de input zoveel mogelijk wordt geobjectiveerd.



Beeld: Maurits Giesen

6. Recapitulatie en aanbevelingen

6.1 Recapitulatie	49
6.2 Conclusies en aanbevelingen	53

In dit boek wil ik het concept 'economisch waarden van vastgoed' verder verkennen en uitwerken, met name om de taxatie- en waarderingspraktijk een vertrekpunt te bieden voor het 'economisch waarden' van vastgoed. Afbakening en inkadering van waardebegrippen is nodig in het maatschappelijke en economische verkeer. Niet alleen ter bescherming van opdrachtgevers en gebruikers van rapporten, maar juist ook ter bescherming van de taxateur/waardeerder die verantwoording moet en wil afleggen over zijn werk.

De begrippen 'reële economische waarde van vastgoed' en het 'economisch waarden van vastgoed' kwam tijdens de financiële crisis aan de orde in de specifieke context van een EC-richtlijn. Vanwege de gehanteerde langtermijnhorizon hebben we in de voorgaande hoofdstukken het speelveld rond langetermijnwaarderingen en -waardebegrippen zoveel mogelijk in kaart gebracht en afgebakend. Langetermijnwaarden van vastgoed worden op verschillende manieren omschreven en in specifieke situaties toegepast. 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.

In dit hoofdstuk zet in kort de oogst van de voorgaande hoofdstukken op een rij, waarna ik met een aantal aanbevelingen wil eindigen. De kernbegrippen zet ik in blauw.

6.1 Recapitulatie

Het begrip 'reële economische waarde' (real economic value) 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 waarde dan de vigerende prijs die op dat moment op de markt voor die activa zou worden betaald.

De commissie definieerde de **'economische waarde op lange termijn'** (**'de reële waarde in het economische verkeer'** – long term real economic value) als

'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'

'a transfer value reflecting the underlying long-term economic value (the 'real economic value') of the assets, on the basis of underlying cash flows and broader time horizons.'

Over de berekening van deze waarde schrijven twee aan het ECB gelieerde medewerkers:

In een basisscenario is de REV (of: intrinsieke waarde) de contante waarde van de verwachte geldstromen gedurende de bezitsperiode van het actief,

en

het is de netto contante waarde van de geldstromen, die verliezen reflecteren die redelijkerwijs verwacht kunnen worden gedurende de resterende gebruiksperiode van de activa, maar waarbij marktfalen wordt genegeerd, bijvoorbeeld excessieve complexiteit van producten of vertrouwenscrises die resulteren in tekorten aan liquiditeit of excessieve risicoaversie.

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 de definitie van de commissie moeten we op zoek gaan naar een prijs (overdrachts-waarde, transfer value) op de lange termijn, in de toekomst, niet een waarde voor één specifieke entiteit ('worth').

We bevinden ons midden op het terrein van langetermijnwaarderingen van vastgoed. Dit zien we terug bij de langetermijnwaarden. We zijn aan het waarderen en taxeren met een toekomst-gerichte blik, waarbij marktfalen (een tijdelijk disfunctionerende markt) wordt genegeerd.

In de taxatiewereld werd ruim vóór de EC-richtlijn al gediscussieerd over [langetermijnwaarden \(long term values\)](#) en -waarderingen. 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 en daar een waarde, een cijfer aan toe te kennen. Al was het maar om te beslissen of vastgoed moet worden aangehouden, afgestoten of gefinancierd.

Roark & Roark (2006) presenteren in hun Concise Encyclopedia of Real Estate Business Terms de term [stabilised value \(stabiele waarde, bestendige waarde\)](#). De definitie komt dicht bij het concept real economic value, de hiervoor genoemde elementen komen in de omschrijving terug.

De gestabiliseerde waarde is een taxatiewaarde die is gebaseerd op het gestabiliseerde inkomen tijdens de het (economische) leven van het project. 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. 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.

In de wereld van professionele vastgoedtaxaties worstelt men al langer met het concept van langetermijnwaarderingen. 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.

Langetermijnwaarderingen lijken zich af te spelen in het spectrum van 'waarderen', waarbij gecalculeerd wordt vanuit het perspectief van een (potentiële) eigenaar. Toch zullen we hierna zien dat het schatten van een toekomstige prijs op de vastgoedmarkt (betaald door derden) wel een voorname rol speelt bij langetermijnwaarderingen, al was het maar bij het calculeren van de langetermijnwaarde. 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 (future value) na afloop ervan

in verband met eventuele herfinanciering, of de verkoopopbrengst wanneer de kredietnemer faillieert.

Eén breed toepasbare definitie van lange-termijnwaarde 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 waarderingen spelen dan een belangrijke rol bij het beoordelen van risico's.

In EVS 2 ('Taxatiegrondslagen anders dan marktwaarde') wordt de **hypotheekwaarde (Mortgage Lending Value, MLV)** als volgt gedefinieerd:

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.

Bij hypotheekwaarden gaat het qua perceptie om uiterst voorzichtige waarderingen, die volgens de RICS slechts in de regelgeving van een aantal landen voorkomt.⁸¹

In de context van vastgoedsecuritisatie wordt in de taxatierichtlijn EGVN 3⁸² (Vastgoedtaxatie ten behoeve van securitisatie) gesproken van **Sustainable Net Asset Value** en **Sustainable Asset Value**. Voor Nederland zijn deze begrippen vertaald in 'duurzame netto intrinsieke waarde' of 'duurzame vermogenswaarde'. Beide vertalingen acht ik minder gelukkig omdat ze kunnen appelleren aan andere, uit zwang geraakte en multi-interpretabele waardebegrippen. Voor dit specifieke kader zou mijns inziens beter volstaan kunnen worden met meer neutrale aanduidingen als 'bestendige' of 'duurzame (netto) vermogenswaarde'.

In de definitielijst (EVS 2016) wordt Sustainable (Net) Asset Value gedefinieerd als

'de duurzame waarde die een actief naar verwachting op lange termijn zal krijgen of behouden'.

Paragraaf 3.5 van EGVN 3 geeft de volgende 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'.

Ook in deze beschrijving zien we de bekende elementen van langetermijnwaarden terug.

Zowel in de EVS als bij de L-TSV gaat men uit van duurzame geldstromen die een redelijk efficiënte eigenaar kan genereren

Tenslotte de *Long Term (Sustainable) Value*, afgekort als L-TSV, die ik vertaal als (*bestendige of duurzame*) *langetermijnwaarde*. Door het zogenoemde Long-Term Sustainable Network (2018) wordt deze wel gedefinieerd als

de waarde, zoals die 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. 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.

Belangrijk vind ik dat hier wordt gerefereerd aan een verkoopopbrengst, een prijs, die op de lange termijn betaald wordt voor het vastgoed. Het gaat dus niet om de waarde van het vastgoed heeft voor één specifieke (toekomstige) eigenaar zoals in de beleggingswaarde (*Investment Value/Worth*):

'Beleggingswaarde is de waarde van een actief voor een bepaalde eigenaar of toekomstige eigenaar voor individuele beleggings-of operationele doeleinden (...). Beleggingswaarde is een entiteitsgebonden waardegrondslag. De waarde van een actief voor de eigenaar kan hetzelfde zijn als de opbrengst die bij verkoop van dat actief aan een andere partij zou kunnen worden gerealiseerd, maar deze waardegrondslag weerspiegelt de voordelen die een entiteit ontvangt wanneer zij het actief aanhoudt en veronderstelt daarom geen overdracht. Beleggingswaarde weerspiegelt de omstandigheden en financiële doelstellingen van de entiteit waarvoor de taxatie wordt verricht. Deze waarde wordt vaak gebruikt om de beleggingsprestaties te meten.'

Merk op dat in deze definitie, waarbij wordt uitgegaan van een bepaalde (toekomstige) eigenaar een verkoop niet wordt verondersteld.

Voor het berekenen van de langetermijnwaarden zijn in beginsel de drie waarderingsbenaderingen (inkomsten, comparatief, kosten) met de bijbehorende -methoden beschikbaar. Zowel in de EVS als bij de L-TSV gaat men uit van duurzame 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'.

In de wereld van de vastgoedtaxateurs zijn de begrippen '*economische waarde*' en 'economisch waarderen' nog nauwelijks doorgedrongen, in tegenstelling tot die van de ondernemingswaarders. In de Gedrags- en Beroepsregels van het NIRV 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.

Overes komt tot de volgende definitie van de '*bestendige economische waarde*' voor vastgoedinvesteringen (vastgoedbeleggingen en eigengebruiksvastgoed):

'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'.

De economische waarde is in deze definitie niet beperkt tot de waardepeildatum t_0 , maar omvat ook een geprognoseerde waarde op enig moment in de toekomst ($t+x$). Het woord 'bestendig' in haar definitie verwijst naar een consistente methode van waardebepaling, waarbij de input zoveel mogelijk wordt geobjectiveerd.

6.2 Conclusies en aanbevelingen

Voor specifieke gevallen zijn langetermijnwaarden beschreven in taxatiestandaarden en richtlijnen. In de taxatiestandaarden zijn langetermijnwaarden opgenomen en toegelicht, zoals:

- Hypotheken: Mortgage Lending Value – hypotheekwaarde (EVS)
- Vastgoedsecuritisatie: Sustainable (Net) Asset Value – bestendige (netto) activawaarde (EVS).

Deze waardebegrippen vervullen een bepaalde rol in een bepaalde context, waardoor partijen weten waar ze aan toe zijn wanneer deze begrippen gehanteerd worden. De Europese Commissie introduceerde de langetermijnwaarde *real economic value* – reële economische waarde. Ook hier is sprake van een specifieke context, namelijk het voorkomen van staatsteun bij overgewaardeerde activa.

Naast dit specifieke gebruik bestaat ook in het maatschappelijke, economische verkeer een zekere behoefte aan het gebruiken en inkaderen van duurzame (of: bestendige) langetermijnwaarden. De *Long Term (Sustainable) Value*-definitie geeft naar mijn mening een goed werkbaar, algemeen geldende definitie. Het gaat hier weliswaar om de schatting van een toekomstige verkoopopbrengst (prijs), maar aangezien er veel onzekere uitgangspunten gehanteerd moeten worden zou ik 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. In dat geval is het te overwegen de term *Long Term (Sustainable) Market Value* (bestendige of duurzame langetermijn marktwaarde) te introduceren in de taxatiestandaarden. De uitgangspunten van en toelichtingen op de marktwaardedefinitie kunnen dan herschreven worden voor de langetermijnaspecten van deze waarde(ring).

Bestendige langetermijn marktwaarde (werkdefinitie)

Langetermijn marktwaarde 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

Deze waarde wordt bepaald na een zorgvuldige beoordeling op waardepeildatum van de toekomstige verhandelbaarheid, 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 een redelijk efficiënte eigenaar kan genereren.

Dan resteert wat mij betreft 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?

In de hoofdstuk 3 behandelden we de Investment Value (beleggingswaarde), die zowel in de EVS als de IVS opgenomen is en daarmee ook status heeft. In deze definitie wordt aanhouden – geen verkoop – verondersteld. De waardering wordt toegesneden op de eigenaar/entiteit en is uit de aard der zaak met vele onzekerheden omgeven. We hebben het hier niet (meer) over de 'gemiddeld efficiënte eigenaar'. De waardetoevoeging of -vernietiging door de exploitatie van de eigenaar wordt in de beschouwing betrokken. Als we dit aspect willen betrekken in een *bestendige langetermijn investeringswaarde*, 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 deze thematiek al te maken wanneer exploitatiegebonden vastgoed getaxeerd moet worden. Met inachtneming van deze kanttekeningen zou naar mijn mening ook

de 'bestendige langetermijn-investeringswaarde' een goede aanvulling kunnen vormen op de taxatiestandaarden.

Bestendige langetermijn beleggingswaarde (werkdefinitie)

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

Deze waarde wordt bepaald na een zorgvuldige beoordeling van de toekomstige verhandelbaarheid, 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.

Het spreekt vanzelf dat goed onderbouwde rapportages voorwaardelijk zijn voor deze waarden, net als bij de andere waardebegrippen. De taxateur moet 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 submarkten) om de schattingen betrouwbaar te krijgen.

'Economisch waardereren' 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 waarderungen zijn naar mijn mening 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 het begrip goed kunnen afbakenen tegen de 'bestendige langetermijn (markt)waarde' en de 'bestendige langetermijn investeringswaarde'.

Als we nu afzien van de specifieke context van de EC-richtlijn, zouden we de termen 'economische waarde' en 'economisch waardereren' kunnen 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. De Long Term (Sustainable) Market Value (bestendige langetermijn marktwaarde) en de Long Term (Sustainable) Investment Value (bestendige langetermijn investeringswaarde) zouden dan betrekking moeten hebben op waarden t_0 .

Voor de markt luidt mijn aanbeveling het begrip 'economisch waarde' vrij te laten. Ik pleit 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 kan daarbij als goede praktijkhandreiking 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.

Langetermijnwaarden vastgoed

Waardebegrip EN	Waardebegrip NL	Status	Specifiek toepassings-gebied	Kenmerken
Long-term (sustainable) value	(Bestendige) lange-termijnwaarde	Geen	nvt	Tijdstip ₀
Stable value	Stabiele waarde	Geen	nvt	Tijdstip ₀
Long-term economic value Real economic value	Langetermijn economische waarde Reële economische waarde	EC-Richtlijn	Banken-toezicht Staatssteun	Tijdstip ₀
Mortgage Lending Value	Hypotheekwaarde	EVS 2016	Hypotheken	Zeer voorzichtige waarde, tijdstip ₀
Sustainable (net) Asset Value	Bestendige (netto) activa waarde ('duurzame netto intrinsieke waarde' of 'duurzame vermogenswaarde')	EVS 2016	Securitisatie	Tijdstip ₀
Long-term (sustainable) Market Value	(Bestendige) lange-termijn marktwaarde	Geen. Aanbeveling taxatie-standaard	nvt	Tijdstip ₀ Perspectief markt. Gemiddeld efficiënte operator
Long-term (sustainable) Investment Value	(Bestendige) lange-termijn investeringswaarde	Geen. Aanbeveling taxatie-standaard	nvt	Tijdstip ₀ Perspectief eigenaar. Voorzichtig, houdbaar
Economic Value	Economische waarde	Geen, vrijlaten. Aanbeveling praktijk-handreiking	nvt	Tijdstip ₀ , tijdstip T _x Perspectief beschouwend subject

Tabel 2. Schema langetermijnwaarden



7. Waarderingsbenaderingen, methoden en richtlijnen

7.1 Toekomstige (vrije) geldstromen	57
7.2 Hypotheekwaarde – mortgage lending value	59
7.3 Langetermijnwaarde – long-term value	61
7.4 Bestendige langetermijnwaarde – long-term sustainable value	63
7.5 Economische waarde – economic value	64
7.6 Evaluatie	64

Al in de jaren dertig van de vorige eeuw, toen de moderne vastgoedtaxatieleer tot stand kwam, ontstond consensus over het feit dat er bij de taxatie van vastgoed drie benaderingen (of: methoden) toepasbaar zijn: de marktbenadering, de inkomstenbenadering en de kostenbenadering⁸³. Deze driedeling is ook in de eerste tot en met de negende editie van de IVS. Bij elk van de benaderingen zijn verschillende, concreet toepasbare taxatiemethoden (tabel 3). Sommige methoden zijn zeer eenvoudig en beknopt, zoals de kapitalisatiemethode. Andere zijn meer complex en gedetailleerd, zoals de DCF-methode. Marktconformiteit is een kwaliteitscriterium. Naarmate de taxateur meer inputvariabelen uit de markt kan gebruiken, kan eerder een marktconforme uitkomst worden verkregen. Dat is eenvoudiger bij een beknopte methode dan bij een meer gedetailleerde methode, zoals de DCF-methode. Impliciete en expliciete taxatiemethoden vullen elkaar aan. De sterkte van de een is de zwakte van de ander.

De beoordeling van de hypotheekwaarde kan men volgens de EVGN 2 (EVS 2016) baseren op een van de drie taxatiebenaderingen. In de richtlijn beveelt men aan de meest geschikte van deze methoden te kiezen om de hypotheekwaarde te beoordelen, afhankelijk van het soort vastgoed en de beschikbare gegevens. Bij het gebruik van meerdere methoden, moet men substantiële afwijkingen in de resultaten analyseren alvorens tot een definitieve waarde te komen.⁸⁴

7.1 Toekomstige (vrije) geldstromen⁸⁵

Het voert voor dit boek te ver alle taxatiebenaderingen en bijpassende methodieken diepgaand te bespreken. Voor de verkenning van het begrip economische waarde is belangrijk kort de DCF-methode te bespreken, aangezien met deze methode expliciet toekomstige nettogeldstromen in kaart worden gebracht. Binnen de professionele vastgoedwereld is de DCF-methode gemeengoed. Talloze handboeken en publicaties zetten uiteen hoe de DCF-methode toegepast kan worden in uiteenlopende vastgoed-casussen. Voor het berekenen van economische waarden komt daar nog het vraagstuk bij, of en in hoeverre de onderneming (het management) invloed heeft op de hoogte van de geldstromen die uit of met het vastgoed worden gegenereerd.

Benaderingen	Methoden
Comparatieve benadering	• Vergelijkingsmethode • Regressiemethode
Inkomstenbenadering	• Kapitalisatiemethode • Discounted cash flow-methode • Draagkrachthuurmethode • GOP-methode • Residuele methode
Kostenbenadering	• Vervangingswaardemethode

Tabel 3. Taxatiebenaderingen en -methoden

DCF-methode

Voor investeringsbeslissingen, waarderingen en taxaties wordt in de praktijk vaak de *discounted cash flow*-methode (DCF-methode) gebruikt, waarbij toekomstige geldstromen contant worden gemaakt naar een waarde van vandaag. Het schatten van toekomstige, onzekere geldstromen vormt in de praktijk een lastige opgave. De toekomst is vandaag immers niet te koop. In deze benadering gaat het daadwerkelijk over geld en niet over administratieve begrippen zoals winst.⁸⁶ De DCF-methode incorporeert zowel de tijdvoordeur van geld, als de risicovoordeur van de investeerder/belegger en neemt alle toekomstige geldstromen in ogenschouw. De inschattingen van toekomstige geldstromen en de disconteringsvoet zijn in beginsel subjectief van aard en moeilijk te verifiëren voor anderen.⁸⁷ Een terugkerend probleem blijft telkens hoe de opbrengsten van een vastgoed moeten worden vastgesteld en de opbrengsten van een onderneming die aan afzonderlijke activa moeten worden toegerekend, zeker als er complementair verbonden activa zijn. Voor courante zelfstandige vruchtendragers als verhuurd vastgoed kan dit anders liggen. Administratieve rendementen, afschrijvingen, afwaarderingen en boekwaarden zijn voor de investeerder niet relevant. Voor hem zijn ze voornamelijk van belang om het belastingbedrag te bepalen dat hij op 'kasbasis' moet betalen of terugkrijgt. De toekomstige verkoopopbrengst is een geldstroom die men in de beschouwing betreft. Mutaties in de verkoop- of eindwaarde spelen een belangrijke rol bij het bepalen van de contante waarde of het interne rendement (IRR). Hoe langer de vermoedelijke gebruiksduur is, des te lastiger de schatting van de eindwaarde is.⁸⁸ Niettemin hebben (grote, institutionele) vastgoedbeleggers in de loop der jaren methodieken ontwikkeld waarmee ze het rendement(sverloop) van een vastgoedbelegging over langere perioden schatten. Zij ontwerpen langetermijnsscenario's waarbij rendementsbepalende factoren in kaart worden gebracht.

Vrije geldstromen

In dit kader is het door waarderingsdeskundigen gebezigde begrip 'vrije geldstromen' (Free Cash Flows) van belang. Vis legt uit:

*'De vrije geldstroom is immers de geldstroom die door de onderneming wordt gegenereerd en die aan alle vermogensverschaffers ter beschikking kan worden gesteld. De toevoeging van het woord 'vrij' houdt in dat uitkering niet mag leiden tot het aantasten van het geldgenererend vermogen, toekomstige investeringen worden bij het vaststellen van de omvang derhalve mede in beschouwing genomen. De vrije geldstroom ontstaat uit de operationele activiteiten van de onderneming. De verschaffers van vreemd vermogen krijgen rente en aflossing, de verschaffers van eigen vermogen ontvangen dividend of hebben recht op de opbrengsten die uit, door ingehouden resultaat gefinancierde, investeringen ontstaat. De verwachte vrije geldstroom is een zeer belangrijke maatstaf voor het beoordelen van de prestaties van een onderneming. Zowel ondernemers als verschaffers van vermogen laten zich bij het nemen van beslissingen leiden door de marginale, additionele, geldstroom. Ook vermogensverschaffers handelen onder onzekerheid en spelen derhalve een ondernemende rol. Waarderend en ondernemend waarderen zijn niet van elkaar te scheiden.'*⁸⁹

Disconteringsfactor

Het hete hangijzer in discussies over DCF-calculationen is de disconteringsfactor (of: vermogenskostenvoet) die gehanteerd mag of moet worden. Als we van het investerende subject uitgaan, is de subjectieve disconteringsvoet van dat subject maatgevend:

*'In applying the foregoing formulas, each investor should use his own personal rate of interest (...) The only case in which the market rate of interest should be applied is when the analyst is speaking not for himself personally but for investors in general. Then he should use the pure interest rate as it is expected to be found in the open market in the years to come.'*⁹⁰

7.2 Hypotheekwaarde – mortgage lending value

In de literatuur worden spaarzaam aanwijzingen gegeven voor het taxeren van waardebegrippen die verwant zijn aan de economische waarde. De EVS bevatten aanwijzingen aangaande de methoden om de hypotheekwaarde (Mortgage Lending Value) te bepalen. De MLV is een specifieke toepassing van een duurzame langetermijnwaarde.

Uitgangspunten waardering

De EVS-hypotheekwaarderichtlijn⁹¹ noemt een aantal belangrijke uitgangspunten die bij het vaststellen van de waarde een rol spelen:

- Zorgvuldige en prudente beoordeling van de toekomstige verkoopbaarheid op langere termijn van het vastgoed.
- Meewegen van de duurzame aspecten van het vastgoed. Bijvoorbeeld: kwaliteit van de ligging, bouw en indeling).
- Speculatief of tijdelijk gebruik uitsluiten. Basis is het huidige gebruik, onder bepaalde omstandigheden rekening houden met alternatief gebruik (bijvoorbeeld aangetoond voornemen tot renoveren of ander gebruik).
- Alle bekende waarde beïnvloedende omstandigheden beoordelen. Met name gebruiksbeperkingen, plichten, voorkeursrechten, milieurisico's en natuurrampen, bezwaren van het gebouw en alle overige beperkingen en bezwaren dienen te worden. De taxateur dient de potentiële impact op de waarde en/of verkoopbaarheid van het vastgoed toe te lichten.
- Inspectie door de taxateur.
- Alle mogelijke negatieve aspecten en omstandigheden van tijdelijke aard beoordelen. Bijvoorbeeld: achterstallig onderhoud, tijdelijke leegstand, een periode van verminderde inkomsten, een belasting of erfdiensbaarheid met een bepaalde looptijd.

Het is nuttig om de EVS-aanwijzingen in de context van economisch waarde(ren) te memoreren (EVS 2016)⁹²:

Inkomstenmethode

- Veronderstelling stabiele bezettingsgraad met een duurzame geldstroom.
- Duurzame inkomsten die elke verantwoorde efficiënte eigenaar kan genereren.
- Huursituatie
Verondersteld gebruik en inkomsten die op de lange termijn kunnen worden gerealiseerd door een behoorlijk efficiënte eigenaar. Aansluiten bij lokale situatie; geen bovenmatige huur of ongebruikelijke huur. Het duurzame rendement beoordelen op de historische en huidige marktsituatie en toekomstige markttontwikkelingen. Geen rekening houden met eventuele onzekere elementen zoals bijvoorbeeld eventuele toekomstige inkomstengroei.
- Kosten
Kosten die op de lange termijn door een redelijk efficiënte eigenaar moeten worden gedragen en die tevens toereikende reserves omvatten die op de lange termijn nodig zijn om duurzaam inkomsten te genereren.
- Rekening houden met veroudering, herbelegging, jaarlijks onderhoud, het risico van leegstand, huurders die niet voldoen aan hun verplichtingen en andere risico's met betrekking tot de huur.
- Kapitalisatiefactor
 - Rekening houden met marktgegevens en -ontwikkelingen op de lange termijn, ongeacht alle kortetermijnverwachtingen ten aanzien van het rendement op de belegging. Rekening houden met het duurzaam inkomstengenererend vermogen van het vastgoed, het gebruik voor meerdere doeleinden of passend alternatief gebruik en de toekomstige verkoopbaarheid van het vastgoed.
 - Kapitalisatiefactor vaststellen op basis van de resterende gebruiksduur van het vastgoed. Dit is de periode waarin het gebouw nog steeds op rendabele wijze kan worden geëxploiteerd, mits naar behoren onderhouden en gebruikt. Rekening houden met de landelijke en/of plaatselijke marktpraktijk.

Kostenmethode

- Schatten van de grondwaarde plus de vervangingskosten van het gebouw ten opzichte van een vergelijkbaar object.
- Grondwaarde. Rechtstreeks afleiden van relevante langetermijnmarktgegevens of van andere, op duurzame inputparameters gebaseerde methoden.
- Vervangingskosten.
 - Geschatte kosten om een gebouw met gelijkwaardige voorzieningen op de effectieve waardepeildatum bij de geldende prijzen, te bouwen met gebruikmaking van moderne materialen en volgens huidige normen, eigentijds ontwerp en dito inrichting.
 - Omvatten de kosten van een redelijk efficiënte ontwikkelaar die de niet-bebouwde locatie in eigendom heeft en niet zozeer kosten die daadwerkelijk zijn uitgegeven of begroot.
 - Moeten worden verminderd rekening houdend met de ouderdom, de onderhoudsstaat en functionele en economische veroudering van het gebouw.

**Langlopende
waarderingen
zijn niet statisch,
moeten een
waarderingsdatum
hebben en moeten
niet worden
verondersteld
blijvend te zijn**

Comparatieve methode (vergelijkingsmethode)

- Langetermijnparameters en trends prevaleren boven actuele vastgoedprijzen.
- Vergelijkingswaarde vaststellen op basis van de prijzen van vastgoed dat in voldoende mate overeenkomt met de duurzame kenmerken van het te taxeren vastgoed die van grote invloed zijn op de waarde ervan, met name locatie, interieur en de verschillende gebruiksmogelijkheden. De vergelijkingsprijzen kunnen worden ontleend aan betrouwbare leveranciers van marktgegevens/databases.
- Vergelijkingsprijzen beoordeeld op hun duurzaamheid en waar nodig bijstellen.

Eisen aan de taxateur

Het is niet verwonderlijk dat de taxateur volgens de Europese taxatierichtlijn moet beschikken over technisch relevante vaardigheden en beroepservaring in relatie tot het soort vastgoed en de betreffende vastgoedmarkt (EVS 2016).⁹³ De taxateur moet zich rekenschap geven van en reflecteren op tal van aspecten aangaande het vastgoed, zoals de toekomstige verkoopbaarheid, de normale en lokale omstandigheden, het huidige gebruik en de speculatieve, niet-duurzame elementen van de markt. Hij moet zich tal van vragen stellen: is de contante waarde een afspiegeling van de vraag op korte termijn die beïnvloed is door onvolkomenheden van de markt (overaanbod, modeverschijnselen)? Wat zijn de potentiële gevolgen van economische en sociale factoren als: demografische gegevens, vermogenspatronen, inkomstenverhoudingen, werkgelegenheid en sociaal-culturele uitgavenpatronen binnen het verzorgingsgebied, de OV-infrastructuur, juridische en politieke risico's, de kosten van financiering en de onderlinge relatie met kapitaalmarkten, koersschommelingen en verwachtingen voor de economische groei. Is er alternatief gebruik te verwachten en daardoor waardering op HABU realistisch? Is er sprake van fenomenen die niet duurzaam zijn, zoals een trend die niet langer wordt ondersteund door fundamentele ontwikkelingen?

7.3 Langetermijnwaarde – long-term value

RICS-guidance note

In 2018 verscheen de RICS guidance note over *Bank lending valuations and mortgage lending value* (RICS 2018). De richtlijn behandelt *Sustainable or long-term value methods* en MLV (EU, Spanje en Duitsland). Duurzame waarde op lange termijn (L-TSV) is een alternatief waarderingsconcept dat niet wordt herkend in mainstream economie, maar het kent een lange geschiedenis binnen vastgoedtaxaties voor gedekte leningen. Het document gebruikt de term 'langetermijnwaarde' in plaats van 'duurzame waarde op de lange termijn.' De term 'langetermijnwaarde' betekent niet dat de waarde van het vastgoed blijvend is door de tijd heen. Langlopende waarderingsdata zijn niet statisch, moeten een waarderingsdatum hebben en moeten niet worden verondersteld blijvend te zijn. De waarde op lange termijn is momenteel niet gedefinieerd binnen IVS maar in gebruik in een aantal landen. De meest bekende toepassing van duurzame langetermijnwaarde is de hypotheekwaarde (MLV). Hoewel niet gedefinieerd binnen IVS, is het gedefinieerd in wetgeving in sommige landen en wordt gebruikt in Basel Akkoorden. Een definitie is vastgelegd in de Europese Unie Regeling kapitaalvereisten (CRR) Artikel 4 (74):

*'De waarde van onroerende goederen zoals bepaald door een zorgvuldige beoordeling van de toekomstige verhandelbaarheid van het vastgoed rekening houdend met duurzame langetermijnaspecten van het onroerend goed, de normale en lokale marktomstandigheden, het huidige gebruik en alternatief geschikt gebruik van de eigendom.'*⁹⁴

Deze richtlijn zet een aantal bepalende zaken uiteen factoren binnen MLV. Om te beginnen zijn de drie taxatiebenaderingen van toepassing.

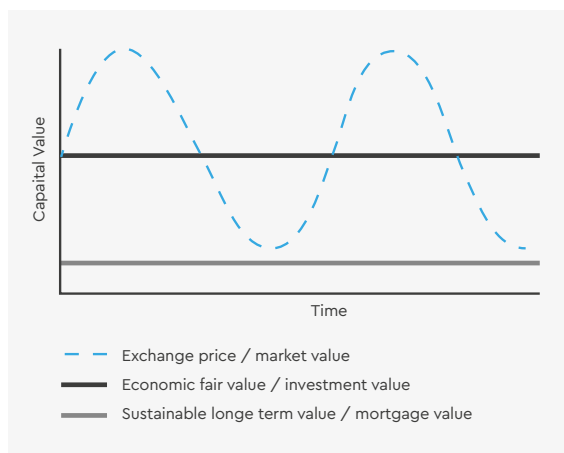
De richtlijn memoreert onder andere:

- De taxateur moet marktvolatiliteit op de korte termijn elimineren. Dit principe is leidend. De duurzaamheid van referenties moeten tegen het licht worden gehouden. Informatie over en verwijzingen naar de volatiliteit in specifieke markten is een voorwaarde voor een goed gedocumenteerd rapport.
- Kapitalisatiepercentages moeten gebaseerd worden percentages die duurzaam zijn op de lange termijn. Waar ze niet zijn voorgeschreven, moet de taxateur zich er bewust van zijn hoe de kapitalisatiecijfers in het verleden schommelden voor de specifieke markt en geen gebruik maken van percentages die aanzienlijk lager zijn trends op de langere termijn.
- Huurprijzen en huurwaarden moeten duurzaam zijn, dat wil zeggen: gebaseerd zijn op de huidige marktniveaus, maar verminderd worden wanneer er te weinig aanbod is en markthuren onhoudbaar hoog zijn. In cyclische huurmarkten is het bijzonder belangrijk te overwegen de economische basisindicatoren voor de vraag en de kenmerken van de locatie aan te leveren en de huurwaarde te verminderen input naar een duurzamer niveau als huurmarkten worden als te duur beschouwd.
- MLV is normaal gebaseerd op het huidige gebruik van het vastgoed. Het moet alleen worden berekend op basis van een alternatief gebruik als die toestemming is verkregen of als die er is is een bewezen intentie om het gebruik te renoveren of te veranderen. De waardering van grond voor MLV kan worden uitgevoerd met behulp van de gebruikelijke methoden, inclusief residuele methoden, maar gegeven de extra onzekerheid rond enkele aspecten van de waardering van grond voor ontwikkeling, moeten de input voldoen aan de test van 'rekening houdend met de lange termijn duurzame aspecten van het vastgoed, de normale en lokale marktomstandigheden, het huidige gebruik en alternatief gepast gebruik van het goed' (CRR artikel 4 (74)).

Ten slotte wordt opgemerkt dat een MLV moet worden verstrekt in combinatie met een marktwaarde (MV), met de verschillen duidelijk uitgelegd waar de taxateur het nodig acht de MLV in de juiste context te plaatsen.

In Appendix A van de richtlijn wordt nader ingegaan op langetermijnwaarden en de term *economic fair value* gebruikt.

De Appendix bevat figuur 4, waarmee men een beeld wil schetsen van de drie alternatieve waarderingsmethoden. De marktwaarde volgt prijzen in de cyclus; de economische reële waarde (*economic fair value*) geeft een evenwichtswaarde door de cyclus heen; de MLV is moeilijker te karakteriseren en zou vergelijkbaar kunnen zijn met de economische *fair value*-concept, maar ligt in veel rechtsgebieden wel altijd onder de marktwaarde, ongeacht de cyclus. De *economic fair value* (economische reële waarde) identificeert zowel te hoge en te lage prijzen en kan daarom worden gebruikt om leningen te beperken op te dure markten en aan te moedigen wanneer het vastgoed ondergewaardeerd is. Men acht het concept echter relatief complex om toe te passen en de datavereisten zijn ook veeleisend. Op dit moment is MLV de enige langetermijnwaarde concept dat is ontwikkeld en toegepast binnen de beveiligde leenarena en deze toelichting geeft advies over het toepassen van dit langetermijn waarderingsmodel.



Figuur 4. Een gestileerd beeld van verschillende langetermijnwaarden

Echter, verschillende andere belanghebbenden in vastgoedfinanciering onderzoeken andere langetermijnwaardeconcepten als onderdeel van de financiële stabiliteitsagenda na de mondiale kredietcrisis.

Rapport The Property Industry Alliance (2017)

In het onderzoeksrapport van The Property Industry Alliance, een samenwerkingsverband van acht grote Britse vastgoedlichamen, waren drie methoden getest om langetermijnwaarden vast te stellen voor de vastgoedmarkt:⁹⁵

- **Aangepaste marktwaarde (AMV)**
AMV wordt afgeleid door de huidige marktwaarde te vergelijken, zoals weergegeven in een geschikte kapitaalwaarde-index, met een trendlijn op lange termijn. De door regressie gegenereerde trendlijn op lange termijn wordt dynamisch getrokken (in plaats van met een historische terugblik) door middel van een voor inflatie gecorrigeerde kapitaalwaarde index zoals de Investment Property Databank (IPD) All Property Capital Value Index. AMV is het meest geschikt voor analyse van de geïndexeerde markt als geheel. Het is eenvoudig en niet duur in gebruik, hoewel deze eenvoud ook zijn veelzijdigheid als hulpmiddel kan beperken.
- **Investeringswaarde**
Deze waarde is gebaseerd op de traditionele DCF-benadering, het disconteren van geldstromen. De invoervariabelen omvatten huidige huurwaarden (afgeleid van IPD-indices), huurgroeiprognozes, een exit-rendement op lange termijn (een voortschrijdend 15-jaars gemiddelde van de relevante IPD-rendementen) en een rendementspercentage (bestaande uit een risicovrije rente en statische, ongedifferentieerde risicopremie). De investeringswaarde verschilt van een standaard DCF-model door het gebruik van een 15-jarig naar achteren gericht voortschrijdend gemiddelde van de relevante IPD-equivalente rendementsreeksen, in plaats van huidige rendementen of prognoses van toekomstige rendementen. De investeringswaarde kan relatief flexibel worden toegepast op individuele objecten of op indexniveaus.

- Hypotheekwaarde (Mortgage Lending Value) MLV is gebaseerd op Beleihungswert, de hypotheekwaarde-benadering die een sleutelement vormt van het kwaliteitscontrolekader voor de Duitse markt voor gedekte obligaties, de Pfandbriefe. De Duitse regels beogen een prudente waardering tot stand te brengen, die een waarde weergeeft waarvan de ervaring leert dat een object op elk moment tijdens de looptijd van een lening kan worden verkocht, ongeacht speculatieve of cyclische marktfluctuaties. Het resultaat ligt bijna altijd onder de marktwaarde en wordt bereikt door volgens een wettelijke waarderingsmethode toe te passen waarin onder andere minimum cap rates, huren en uitgaven worden voorgescreven.

De werkgroep gaf uiteindelijk geen aanbevelingen over het gebruik van de gebruikte methoden. De drie methoden kan men in beginsel toepassen op individuele objecten, maar er waren onvoldoende gegevens beschikbaar om een alomvattend, statistisch relevant onderzoek uit te voeren. De AMV kan op individuele vastgoedobjecten worden toegepast, met behulp van een normale beoordeling van de marktwaarde en het hanteren van langetermijn trendlijnen, waaruit een markt-aanpassingspercentage kan worden afgeleid. De AMV is echter blind voor structurele veranderingen, zoals bijvoorbeeld aanhoudend lage rentetarieven. Hierdoor kunnen waarden structureel afwijken van de historische trend. In dergelijke gevallen kunnen extreem vroege waarschuwingssignalen leiden tot een mogelijk verlies van geloofwaardigheid voor de methode. De tussenstand van het onderzoek was, dat de methode van de aangepaste marktwaarde het meest betrouwbaar is om overwaarderingen te signaleren, dat de DCF-methode potentieel heeft maar verder geanalyseerd moet worden en dat de (Duitse) MLV-parameters moeilijk toepasbaar te maken zijn voor de Britse vastgoedmarkt. De rapporteurs merken daarbij op dat de Duitse MLV specifiek ontworpen is om een conservatieve en consistente safety first-waardering af te geven.

7.4 Bestendige langetermijnwaarde – long-term sustainable value

Volgens het Long-Term Sustainable Network (2018) kan men de drie benaderingen hanteren voor het bepalen van de L-TSV.⁹⁶

Inkomstenmethode

De L-TSV moet men baseren op het bestendige inkomen van het vastgoed, zijnde het inkomen dat het vastgoed door een redelijk efficiënte eigenaar op een bestendige basis kan behalen, onder de veronderstelling van goed beheer en rekening houdende met het toegestane gebruik. Als algemene regel geldt dat overschrijdingen boven een bestendig huurniveau moeten worden genegeerd. Bij de berekening van het bestendige inkomen moet rekening worden gehouden met kosten die waarschijnlijk op lange termijn worden gedragen door een redelijk efficiënte eigenaar. Adequate reserves die nodig zijn om de capaciteit voor het genereren van inkomen op lange termijn van het vastgoed te waarborgen, moeten worden overwogen. De bestendige kapitalisatiefactor (Sustainable Capitalization Rate) en/of het bestendige rendement moeten worden beoordeeld aan de hand van relevante langetermijn-marktgegevens en trends die betrekking hebben op het betreffende type vastgoed en de relevante markt.

Kostenmethode

In de kostenbenadering gaat men uit van de grondwaarde en de gecorrigeerde (afgeschreven) vervangingswaarde van de opstal. De waarde van de grond kan worden afgeleid uit geschikte langetermijn-marktgegevens.

Comparatieve methode

Bij de comparatieve benadering moet rekening worden gehouden met de verkoopprijzen van vergelijkbare objecten in termen van zijn duurzame kenmerken, dat wil zeggen die welke de waarde het meest significant beïnvloeden, in het bijzonder locatie, externe en interne kenmerken en gebruik. Vergelijkbare prijzen kunnen worden afgeleid van compilaties van verkoopprijzen of van andere marktgegevens. De vergelijkbare verkoopprijzen moeten worden beoordeeld op hun duurzaamheid en waar nodig worden aangepast.

Exploitatiegebonden vastgoed

In het geval van exploitatiegebonden vastgoed, zoals hotels, vrije tijd, parkeerplaatsen en zorginstellingen, waar vergelijkbare huren niet beschikbaar zijn, kan men een bestendig inkomen baseren op een passend deel van de winst, b.v. EBITDA die van elke redelijkerwijs efficiënte exploitant verwacht kan worden dat deze op langere termijn uit de exploitatie van het vastgoed kan worden gerealiseerd. Bij het inschatten van de bedrijfswinst moet voldoende aandacht worden geschonken aan een beoordeling van bestendige factoren die van invloed zijn op de opbrengsten en kosten om de bestendigheid van de omzet en de handelscapaciteit van het onroerend goed te waarborgen.

7.5 Economische waarde – economic value

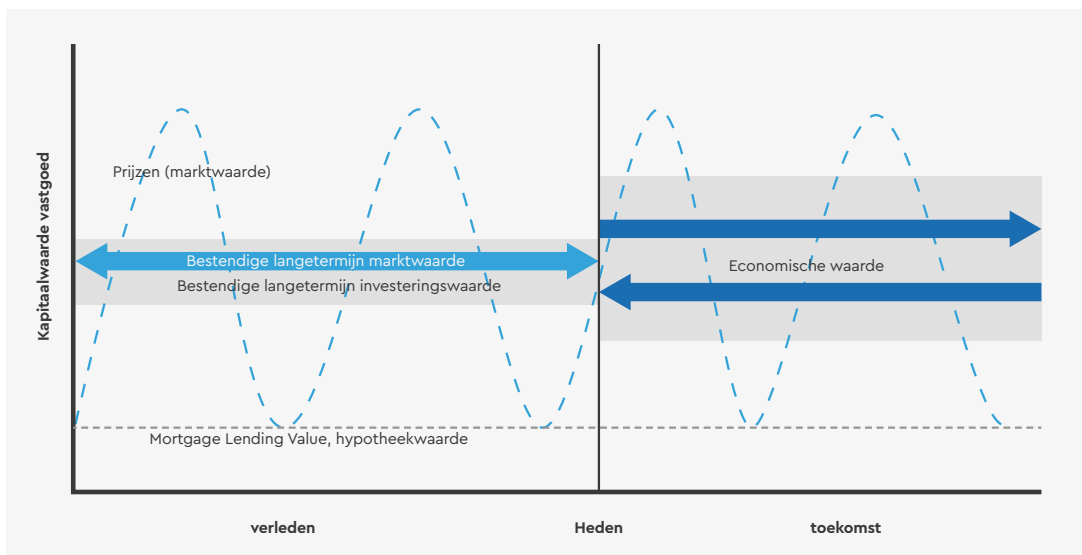
Overes (2016) noemt naar aanleiding van enkele interviews enkele parameters die relevant kunnen zijn voor de invulling van het begrip economische waarde⁹⁷ (tabel 4):

7.6 Evaluatie

De drie waarderingsbenaderingen worden in beginsel toepasbaar geacht voor langetermijnwaarden. De taxateur/waardeerder moet voorzichtig en zorgvuldig opereren en zijn rapport met langetermijngegevens onderbouwen. Over een lange periode moet de waarde stand houden. Speculatie is uit den boze. De hypotheekwaarde (MLV) betreft een zeer voorzichtige schatting, wat in de berekening en onderbouwing tot uitdrukking zal moeten komen. Over het economisch waarderen zijn nog weinig aanwijzingen te geven. Dat neemt niet weg dat er goede praktijken ontwikkeld worden die op termijn richtinggevend worden. De aanwijzingen aangaande de langetermijnwaarden bieden waardevolle vertrekpunten (figuur 5).

Parameter	Toelichting
Cashflow uit object	• Gebied / locatie (ontwikkeling daarvan) • Gebouw: staat van onderhoud, eisen aan gebouwen op langere termijn (duurzaam/ groen) • Gebruiker: soort huurder. Verschillende beroepsgroepen reageren anders op ontwikkelingen (vergelijk ICTbedrijf / overheid) • Business model/ management. Hoe analyseer / waardeer je management? • Deze factoren hebben belangrijke invloed op de waardering van bijvoorbeeld leegstand en mogelijke incentives
Ontwikkeling in markt-bewegingen (rente/inflatie)	• Sommigen pleiten voor het hanteren van zoveel mogelijk 'consensusfactoren' (bijv. door hanteren inschattingen van gerenommeerde instituten) • Huidige rentevoet • Ultimate forward rate • Gemiddelde rente van afgelopen jaren
Termijn/ beschouwings-periode	• Kan naar alle waarschijnlijkheid geenconsensus over worden bereikt, ivm desubjectivistische inschatting van iedere (groep) individu(en). • Termijnen van 7-30 jaar worden genoemd

Tabel 4. Parameters economische waarde



Figuur 5. Waardebegrippen in de vastgoedcyclus



8. Rapportage van langetermijnwaarden

8.1 Vastgoedtaxatiestandaarden en praktijkhandreikingen	67
8.2 Ondernemingswaardering – business valuation	68
8.3 Mededeling Europese Commissie	69
8.4 Evaluatie	70

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 taxatierapport hiermee 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.⁹⁸

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 uitgebreid 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 waarden te kunnen maken.

Over de 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, d.w.z. normaal gesproken 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 handelbaarheid 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 ongewisse lange termijn, zal meer informatie en onderbouwing gewenst zijn. In dit hoofdstuk ga ik op zoek naar onderwerpen die nuttig zouden kunnen zijn als we over langetermijnwaarden zouden willen rapporteren.

In dit hoofdstuk lopen we de verschillende rapportagerichtlijnen na voor vastgoed (8.1), business valuation (8.2) en de reële economische waarde (8.3). We sluiten af met een evaluatie (8.4).

8.1 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. Ik licht 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 verwijs ik naar de Praktijkhandreikingen Nederlandse Vastgoed-taxaties van de NVM.⁹⁹ In de NRVt-reglementen en de Praktijkhandreikingen zijn nog meer rapportagevereisten voor de NRVt-taxateur opgenomen.

Als het gaat om het waarden van langetermijnwaarden, spelen de actuele marktreferenties geen of een bescheiden rol

8.2 Ondernemingswaardering – business valuation

In dit boek richten we ons niet zozeer op de waardering van bedrijven en bedrijfsbelangen¹⁰⁰, maar op langetermijnwaarden van (portefeuilles van) vastgoedobjecten. Wanneer vastgoedobjecten vanuit het worth-/beleggingswaardeperspectief worden gewaardeerd, komt ook de toegevoegde waarde (positief of negatief) door de ondernemer/onderneming ten aanzien van dat vastgoed aan bod. Dat kan evenzeer aan de orde zijn als we vastgoed economisch waarden. 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, exonaties.
- 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 ik 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-Richtlijn 500).¹⁰¹ 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

8.3 Mededeling Europese Commissie

We bespraken in hoofdstuk 2 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. Ik heb 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.

8.4 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 NRVt-taxateur moeten voldoen. Deze regels en richtlijnen kunnen een goede basis geven aan langetermijnwaarderapporten. Als het gaat om het waarderen van langetermijnwaarden, spelen de actuele marktreferenties geen of 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 goed en navolgbaar ('narekenbaar') 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 toegevoegd wordt aan het vastgoed. Elementen uit *business valuation*-rapportages kunnen dan aan bod komen. In hoofdstuk 5 bespraken we de aanwijzingen die voor 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.



Literatuur

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*.

Bennett 1972

Bennett, A.H.M. (1972). Depreciation and Business Decision-making, *Accounting and Business Research*, Winter 1972, p. 3-28.

Berkhout 2002

Berkhout, T.M. (2002). *Fiscaal afschrijven op vastgoed* [Fiscale monografieën 101]. Deventer: Kluwer. ISBN 9020025317. Ook verschenen als proefschrift Universiteit van Amsterdam, 2002. ISBN 9044002996.

Berkhout 2004

Berkhout, T.M. (2004). *Vervangingswaarde*. Deventer, Kluwer. ISBN 9013020864.

Berkhout 2013

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

Berkhout 2015

Berkhout, T.M. (2015). *Waarde in het economische verkeer*. Deventer, Kluwer. ISBN 978 90 13 12142 1, ISBN 978 90 13 12143 8 (E-book), NUR 826-601.

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 & Zwart 2018

Berkhout, T.M., & Zwart, Ph.H. (2018). *Basisboek Vastgoed-financiering* [3e herziene druk], Naarden/Amsterdam Zeist: T.M. Berkhout & P.H. Zwart, ISBN 9789090301075.

Bienert en Brunauer 2007

S. Bienert & W. Brunauer (2007). The mortgage lending value: prospects for development within Europe. *Journal of Property Investment & Finance*, October, Vol. 25, Issue 6, p. 542-578.

Bonbright 1937

Bonbright, J. (1937). *The Valuation of Property*. Charlottesville, The Michie Company.

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. <https://ssrn.com/abstract=1677310> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1677310>

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.

Dent & Temple 1998

Dent, P. & Temple, M. (1998, September 4-8), *Economic Value – A Methodological Dilemma?* [RICS Cutting Edge Conference]. Leicester.

Europese Commissie 2009, EC 2009

Europese Commissie. (2009). Mededeling 2009/C 72/01 betreffende de behandeling van aan een bijzondere waarde-vermindering 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).

FD 2012

Het Financieele Dagblad (2012, 3 februari). DNB: vastgoed wordt derde crisis in de financiële sector, DNB-toezichthouder Sijbrand wil snel juiste waarden voor commercieel vastgoed.

French & Byrne 1996

French, N. and Byrne, P. (1996), 'Concepts and models of value', in Adair, A., Downie, M.L., McGreal, S. and Vos, G. Eds), *European Valuation Practice, Theory and Techniques*, E & FN Spon, London.

Harvey & Jowsey 2004

Harvey, J. & Jowsey, E. (2004), *Urban Land Economics*. Basingstoke, Palgrave Macmillan.

IVS 2017

International Valuation Standards Council. (2017). *International Valuation Standards 2017*. London.

Kamerstukken 33.532

Kamerstukken II, 2012/2013, 33532, nr. 1 Nationalisatie SNS REAALKamerstukken II, 2012/2013, 33532, nr. 23 Nationalisatie SNS REAAL-Kamerstukken II, 2013/2014, 33532, nr. 49 Nationalisatie SNS REAALKamerstukken II, 2015/2016, 33532, nr. 60 Nationalisatie SNS REAAL

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.

Limperg 1968

Limperg, Th.L. (1968). *Bedrijfs-economie, Verzameld werk van Prof. dr. Th.L. Limperg, Deel II, Leer van de kostprijs*. Deventer, Kluwer.

Long-Term Sustainable Network 2018

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

Muñoz 2011

Muñoz, G.D. (2011). *Capturing value increase in urban redevelopment: A study of how the economic value increase in urban redevelopment can be used to finance the necessary public infrastructure and other facilities*. Leiden, Sidestone Press.

Overes 2016

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

Property Industry Alliance 2017

Property Industry Alliance (PIA) (2017, 30 June). *Long-term Value Methodologies and Real Estate Lending, A report by the Long-term Value Working Group of the Property Industry Alliance Debt Group*. [Long-term Value Working Group, Commercial Real Estate Finance, Council Europe (CREFC Europe) and Investment Property Forum (IPF)].

Quentin 2009

Quentin, J. (2009). *The Subprime Crisis–Implications for Property Valuation? The Revival of Mortgage Lending Value*, *The Appraisal Journal* Fall 2009, Vol. 77, Issue 4, p. 312-318.

Richtlijnen 2018

Raad voor de Jaarverslaggeving (red.). (2018), *Richtlijnen voor de jaarverslaggeving (middel-grote en grote rechtspersonen)*. Deventer, Wolters Kluwer.

RICS 1994

RICS. (1994). *The Mallinson Report, Report of the President's Working Party on Commercial Property Valuations*.

RICS 2018

RICS. (2018). *Bank lending valuations and mortgage lending value* [RICS guidance note, RICS Valuation Professional Group]. Londen.

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.

Roulac e.a. 2006

Roulac, S., Adair, A., McGreal, S., Berry, J. & Allen, S. (2006). Real estate value: creation and destruction. *Journal of Property Investment & Finance*, 24(6), 474-489.

Salette 2005

Salette, M.A. (2005). Design Values; measuring the economic value of investing in architecture and design. *Urban Land*, 11-12, 64, p. 74-83.

Stork & Humphries 1996

Stork, H-U & Humphries, C. (1996), 'Valuation for loan security', in Adair, A., Downie, M.L., McGreal, S. and Vos, G. Eds), *European Valuation Practice, Theory and Techniques*, E & FN Spon, London.

Vis 2006

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

Vis 2010

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

Vis 2019

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

Wilkes & Shapiro 2004

Wilkes, D.C. & Shapiro, S.A. (2004), Detecting intangible asset value (or capitalized economic profit) in sales to reits, *Real estate issues*, Vol.4, no. 29, 2004, pp. 9-20.

Williams 1997

Williams, J. (1997). *The Theory of Investment Value*. Burlington, Fraser Publishing Company (Originally published in 1938 by Harvard University Press).

Bijlage 1. EVGN 2 – Taxatie ten behoeve van kredietverlening

5.7.1 De inkomstenmethode

- De hypotheekwaarde dient te worden gebaseerd op een veronderstelde stabiele bezettingsgraad bij duurzame inkomsten vanuit het vastgoed. Dit betreft de inkomsten die het vastgoed kan genereren voor elke eigenaar die de benodigde efficiëntie aan de dag legt uitgaande van behoorlijk beheer en toegelaten gebruik.
- De daadwerkelijke huursituatie wordt buiten beschouwing gelaten en in plaats daarvan wordt er gekeken naar een verondersteld gebruik en inkomsten die op de lange termijn kunnen worden gerealiseerd door een eigenaar die een behoorlijke mate van efficiëntie aan de dag legt. De inkomstenstroom uit het vastgoed zoals die wordt gehanteerd bij deze taxatie mag niet meer bedragen dan de duurzame netto huur die het soort vastgoed dat wordt getaxeerd, gewoonlijk in de loop van de tijd op de specifieke lokale markt opbrengt, exclusief een eventueel daadwerkelijk verhuur-element en andere aanvullende ongebruikelijke of bijzondere kasstromen. Dit betekent dat het duurzame rendement wordt beoordeeld op basis van een beoordeling van historische en huidige marktsituatie en de toekomstige marktontwikkelingen, waarbij geen rekening wordt gehouden met eventuele onzekere elementen zoals bijv. eventuele toekomstige inkomstengroei.
- In het geval van vastgoed met commerciële gebruiksdoelen zoals hotels, parkeervoorzieningen, gezondheidszorg, waar vergelijkbare huren niet voorhanden zijn geldt dat de duurzame inkomsten mogelijk zijn gebaseerd op een passend aandeel in de winst dat elke redelijk efficiënte exploitant op de lange termijn kan realiseren met de exploitatie van het vastgoed. Bij het schatten van de winst moet de nodige aandacht worden geschonken aan een verstandige beoordeling van de duurzaamheidsfactoren op de lange termijn die van invloed zijn op de nettowaarde en kosten om de instandhouding van de handelscapaciteit van het vastgoed te waarborgen. De hypotheekwaarde van handel gerelateerd vastgoed moet worden beoordeeld ongeacht aard- en nagelvaste zaken, meubilair en machines en kleine bedrijfsbenodigdheden.
- De duurzame inkomsten van het vastgoed moeten worden verminderd met de kosten die op de lange termijn door een redelijk efficiënte eigenaar moeten worden gedragen en die tevens toereikende reserves omvatten die op de lange termijn nodig zijn om de mogelijkheid om duurzaam inkomsten te genereren.
- De niet-terugverdienbare exploitatiekosten betreffen niet de kosten die doorgaans daadwerkelijk door de huidige eigenaar moeten worden gedragen, maar de kosten waarmee op de lange termijn elke eigenaar te maken krijgt, mits het vastgoed adequaat wordt beheerd. De taxateur dient administratiekosten volledig af te trekken en rekening te houden met veroudering, herbelegging, jaarlijks onderhoud, het risico van leegstand, huurders die niet voldoen aan hun verplichtingen en andere risico's met betrekking tot de huur.
- De kapitalisatiefactor moet prudent worden beoordeeld, rekening houdend met langetermijnmarktgegevens en -ontwikkelingen en ongeacht alle korte termijn verwachtingen ten aanzien van het rendement op de belegging. Daarbij dient rekening te worden gehouden met het duurzaam inkomsten genererend vermogen van het vastgoed, gebruik voor meerdere doeleinden of passend alternatief gebruik, alsmede de toekomstige verkoopbaarheid van het vastgoed.
- De kapitalisatiefactor dient te worden vastgesteld op basis van de resterende gebruiksduur van het vastgoed. In tegenstelling tot de fysieke levensduur bestrijkt de resterende gebruiksduur de periode waarin het gebouw nog steeds op rendabele wijze kan worden geëxploiteerd, mits naar behoren onderhouden en gebruikt. Bij de inkomstenmethode dient

de resterende levensduur van het gebouw op doorzichtige wijze in overweging te worden genomen, waarbij rekening wordt gehouden met de landelijke en/of plaatselijke markt-praktijk.

5.7.2 De kostenmethode

- De kostenmethode omvat een schatting van de grondwaarde vermeerderd met de vervangingskosten van het gebouw ten opzichte van een vergelijkbaar object.
- De grondwaarde dient rechtstreeks te worden afgeleid van de relevante langetermijnmarktgegevens of van andere, op duurzame inputparameters gebaseerde methoden.
- Vervangingskosten vertegenwoordigen de geschatte kosten om een gebouw met voorzieningen die equivalent zijn aan het gebouw dat wordt getaxeerd, op de effectieve waarde peildatum bij de geldende prijzen, te bouwen met gebruikmaking van moderne materialen en volgens huidige normen, eigentijds ontwerp en dito inrichting.
- Vervangingskosten omvatten de kosten die doorgaans worden gedragen door een redelijk efficiënte ontwikkelaar die de niet-bebouwde locatie in eigendom heeft en niet zozeer kosten die daadwerkelijk zijn uitgegeven of begroot, bijv.
 - bouwkosten
 - voorzieningen, buiteninstallaties, tuinaanleg en -onderhoud
 - aanvullende kosten zoals beroepskosten, beheerkosten en goedkeuringskosten,
 - opportuniteitskosten
- De vervangingskosten moeten worden verminderd rekening houdend met de ouderdom, de onderhoudsstaat en functionele en economische veroudering van het gebouw.

5.7.3 De vergelijkingsmethode

- Bij gebruik van de vergelijkingsmethode prevaleren langetermijnparameters en -ontwikkelingen boven actuele vastgoedprijzen.
- De vergelijkingswaarde dient te worden vastgesteld op basis van de prijzen van vastgoed dat in voldoende mate overeenkomt met de duurzame kenmerken van het te taxeren vastgoed die van grote invloed zijn op de waarde ervan, met name locatie, interieur en de verschillende gebruiksmogelijkheden. De vergelijkingsprijzen kunnen worden ontleend aan betrouwbare leveranciers van marktgegevens/databases.
- De vergelijkingsprijzen dienen te worden beoordeeld op hun duurzaamheid en waar nodig bijgesteld.

Bijlage 2. NIRV-Richtlijn 500 – Waarderingswerkzaamheden van de Register Valuator en rapportering (algemeen) Versie maart 2019

De onderdelen van een Waarderingsrapport

De gebruikelijke onderdelen die worden geadresseerd in een rapport over Waarderingswerkzaamheden zijn onderstaand weergegeven.

		Aanbevolen inhoud per Richtlijn			
		510	520	530	540
1	Inhoudsopgave	✓	✓	✓	✓
2	Inleiding	✓	✓	✓	✓
3	Opdrachtformulering	✓	✓	✓	✓
a	De aard van de Waarderingswerkzaamheden, met referentie aan de NiRV-Richtlijn, conform welke de werkzaamheden zijn uitgevoerd.	✓	✓	✓	✓
b	(Indien van toepassing) -vermelding van beperkingen in de onafhankelijkheid ten opzichte van (belanghebbenden in) het Waarderingsobject -vermelding van het optreden als partijdeskundige	✓	✓	✓	✓
c	De overeengekomen doelstelling van de Waarderingswerkzaamheden	✓	✓	✓	✓
d	De aard en omvang van de verwachte uit te voeren Waarderingswerkzaamheden	✓	✓	✓	✓
e	Het tijdstip van uitvoering van de Waarderingswerkzaamheden	✓	✓	✓	✓
f	Beperkingen in en condities met betrekking tot de verspreiding van het rapport	✓	✓	✓	✓
g	(Indien van toepassing) -eventuele tussentijdse aanpassingen van de opdrachtbevestiging	✓	✓	✓	✓
4	Voorbehouden en vrijwaringen	✓	✓	✓	✓
5	Gebruikte informatiebronnen en gevolgde procedure en werkwijze	✓	✓	✓	✓
6	Structuur van de onderneming	✓	✓	✓	
a	Juridisch	✓	✓	✓	
b	Eigendom	✓	✓	✓	
c	Zeggenschap	✓	✓	✓	
d	Organisatorisch	✓	✓	✓	
e	Fiscaal	✓	✓	✓	
7	De geschiedenis van de onderneming	✓			
8	Huidige activiteiten en strategie van de onderneming	✓			

		Aanbevolen inhoud per Richtlijn			
		510	520	530	540
9	De economische omgeving waarin de onderneming opereert	✓	✓		
	a Macro-economische en conjuncturele ontwikkelingen	✓	✓		
	b Branche	✓			
	c Relevante markt en marktaandeel, concurrenten	✓			
	d Afnemers en leveranciers	✓			
	e (Overheids)regelgeving	✓			
	f Technologische aspecten	✓			
10	Financiële analyse van de onderneming	✓	✓	✓	
	a Financiële historie en normalisaties	✓	✓	✓	
	b Ratio-analyse	✓	✓		
11	Financiële prognoses voor de onderneming	✓	✓	✓	✓
	a Prognoseperiode	✓	✓	✓	✓
	b Restwaarde	✓	✓	✓	✓
12	Waarderingsmethode				
	a Theoretische toelichting op mogelijke waarderingsmethoden	✓	✓	✓	✓
	b Verantwoording van gekozen waarderingsmethode(n)	✓	✓	✓	✓
13	Analyse van risicoaspecten en verantwoording van gekozen Vermogenskostenvoet	✓	✓		
14	Waardering	✓	✓	✓	
	a Economische Waarde van de onderneming	✓	✓	✓	
	b Economische Waarde van het Vreemd Vermogen	✓	✓	✓	
	c Waarde van niet operationele activa en passiva	✓	✓	✓	
	d Waarde van de aandelen (eventueel per soort)	✓	✓	✓	
15	Eventuele overige relevante aspecten (bijvoorbeeld):	✓	✓		
	a Gevoeligheidsanalyse	✓	✓		
	b Weging van scenario's of vaststelling van waardebandbreedte	✓	✓		
	c Overwegingen inzake waarde-of prijscorrecties i.v.m. liquiditeit, zeggenschapsrechten, verrekenbeding, voorbehouden, etc.	✓	✓		
16	Conclusies	✓	✓	✓	✓
	a Waarderingsoordeel (op basis van de aanbevolen formulering)	✓	✓		
	b Rekenkundige uitkomst (vrije formulering, niet zijnde op basis van de aanbevolen formulering van een Waarderingsoordeel)			✓	✓
17	Bijlagen	✓	✓	✓	✓
	a Opmachtbevestiging	✓	✓	✓	✓

Ten behoeve van het vereiste inzicht kan het wenselijk zijn een andere indeling te hanteren en aspecten toe te voegen of juist weg te laten.

Afkortingen

CW	contante waarde
DCF	discounted cash flow
EC	Europese Commissie
ECB	Europese Centrale Bank
EVS	European Valuation Standards
EVGN	European Valuation Guidance Notes
FD	Het Financieel Dagblad
HABU	highest and best use
IPD	Investment Property Databank
IVS	International Valuation Standards
L-TSV	Long-Term Sustainable Value
MLV	Mortgage Lending Value
NBA	Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants
NIRV	Nederlands Instituut voor Register Valuers
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

Bestendig ('duurzaam')

Niet telkens veranderend.

Prijs

Te betalen geldbedrag.

Onzekerheid

Onzekerheid is een kwaliteit, een niet berekenbare grootte.

Risico

Dat deel van de onzekerheid, dat kan worden gekwantificeerd.

Taxeren

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

Vastgoed

Onroerende zaken en de daarop betrekking hebbende zakelijke rechten.

Waarderen

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

Noten

- 1 Europese Commissie, 2009.
- 2 Kamerstukken II, 2012/2013, 33.532 nr. 1 Nationalisatie SNS REAAL, p. 12.
- 3 Kamerstukken II, 2012/2013, 33.532 nr. 1 Nationalisatie SNS REAAL. In deze brief wordt uiteengezet welke factoren leidden tot nationalisatie.
- 4 Kamerstukken II, 2012/2013, 33.532 nr. 1, p. 5.
- 5 Kamerstukken II, 2012/2013, 33.532 nr. 1, p. 12. Zie verder Kamerstukken II, 2012/2013, 33.532, nr. 23; Kamerstukken II, 2013/2014, 33.532, nr. 49; Kamerstukken II, 2015/2016, 33.532, nr. 60.
- 6 NIRV, Gedrags- en Beroepsregels RV 2018, p. 11.
- 7 Vergelijk Roulac e.a. 2006.
- 8 Zie hiervoor Overes 2016.
- 9 KNAW 2014.
- 10 Berkhout 2002, 2013.
- 11 Vis 2010, p. 39.
- 12 Gedrags- en Beroepsregels RV, vastgesteld door de ledenvergadering op 18 april 2018.
- 13 Vis 2010, p. 39.
- 14 Berkhout 2013, Berkhout 2015.
- 15 Zie Van Arnhem, Berkhout & Ten Have 2013, p. 41-44.
- 16 Van Arnhem, Berkhout & Ten Have 2013, p. 48-49, 84 en 104.
- 17 French & Byrne 1996, p. 21.
- 18 Van Dale definieert 'objectief' als: 'zonder zich door de eigen voorkeur te laten beïnvloeden; onbevooroordeeld; onbevangen (tegenstelling: subjectief)'.
- 19 Zie Vis 2010, p. 39.
- 20 Vis 2010, p. 17, 91-93.
- 21 Soms hebben we het over nog niet gerealiseerde prijzen, zoals bijvoorbeeld vraag-, bied-, laatprijzen.
- 22 Vis 2010, p. 68.
- 23 Vis 2010, p. 59.
- 24 Vis 2010, p. 22.
- 25 French & Byrne 1996, p. 15-16.
- 26 Berkhout 2015, p. 6-9.
- 27 Dent & Temple 1998, p.4.
- 28 Gedrags- en Beroepsregels RV, vastgesteld door de ledenvergadering op 18 april 2018.
- 29 Berkhout 2015, p. 4; Berkhout & Zwart 2018, p. 27-28.
- 30 Van Arnhem, Berkhout & Ten Have 2013, p. 41-43. In Nederland wordt worth wel aangeduid als 'vermogenswaarde' (die uitdrukt welk aandeel het goed heeft in het vermogen van zijn eigenaar), en – bij verhuurd vastgoed – als beleggingswaarde (Engels: 'investment value'). Het criterium voor vermogenswaarde is als het ware 'intern', afhankelijk van de gebruiker/bezitter/eigenaar en van de vraag welke plaats het object in diens vermogen inneemt. IVS 2013 (p. 8) definieert 'investment value' als 'the value of an asset to the owner or a prospective owner for individual investment or operational objectives.'
- 31 IVS 2017, IVS 106, par. 60, p. 22.
- 32 Wilkes & Shapiro 2004/2005, p. 10.
- 33 EVS 2016, EVS 2, par. 6.
- 34 EVS 2016, EVGN 5.
- 35 French & Byrne 1996, p. 18 en 25.
- 36 Berkhout 2004, p. 7-15.
- 37 Th. Limperg was een toonaangevende accountant en hoogleraar bedrijfseconomie (1879-1961).
- 38 Limperg 1968, p. 50.
- 39 Berkhout 2004, p. 12-13; Bonbright 1937, p. 71-72.
- 40 'Transfer value reflecting the underlying long-term economic value (the 'real economic value').
- 41 Europese Commissie 2009, par. 1-6.
- 42 Europese Commissie 2009, par. 11, 15, bijlage IV onder II.
- 43 Een regeling waarbij de banken de aan een bijzondere waardevermindering onderhevige activa op hun balans houden maar door de Staat voor verliezen worden vergoed.
- 44 Europese Commissie 2009, par. 37.
- 45 Europese Commissie 2009, par. 39-40.
- 46 'As a second stage (...) the Commission would consider a transfer value reflecting the underlying long-term economic value (the 'real economic value') of the assets, on the basis of underlying cash flows and broader time horizons, an acceptable benchmark indicating the compatibility of the aid amount as the minimum necessary.' Mededeling EC 2009, par. 5.5, punt 40.
- 47 Boudghene & Maes 2012, p. 8.
- 48 The (base case) REV or intrinsic value of an asset (portfolio) can be estimated as the sum of the discounted expected cash flows that follow from holding the asset (portfolio) until maturity. Put differently, the REV corresponds to the Net Present Value (NPV) of the stream of expected cash flows, reflecting losses that can reasonably be expected over the remaining life of assets but ignoring market failures related, for example, to excessive product complexity, confidence crises resulting in a lack of liquidity, or excessive risk aversion.
- 49 Boudghene, Maes & Scheicher 2010, p. 8.
- 50 Boudghene & Maes 2012, p. 22-23.
- 51 Overes 2016, p. 39.
- 52 Boudghene & Maes 2012, p. 9-10.
- 53 Boudghene, Maes & Scheicher 2010, p. 25-26.
- 54 RICS 1994, p. 28.
- 55 RICS 1994, p. 27.
- 56 Stork & Humphries 1996, p. 62-63.
- 57 Roark & Roark 2006, p. 144.
- 58 EVS 2016, p. 101-106. Ik volg de Nederlandse vertaling TEGoVA.
- 59 EVS 2016, par. 7.2.1: 'Bovenstaande definitie werd voor het eerst opgenomen in Bijlage VIII, paragraaf 64, bij Richtlijn 2006/48/EG (Richtlijn Kapitaalvereisten) in het kader van zekerheid in de vorm van onroerende zaken voor de kapitaalvereisten en het kredietrisicobeheer van kredietinstellingen. Deze Richtlijn is vervolgens in 2013 vervangen door Verordening (EU) nr. 575/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen, waarbij het Basel III-akkoord wordt omgezet in Europees recht (Verordening kapitaalvereisten [CRR – Capital Requirements Regulation], OJ L321, 30.11.2013, p.6). De definitie van hypotheekwaarde is opgenomen in artikel 4 lid 74 daarvan.
- 60 EU-verordening kapitaalvereisten 575/2013.
- 61 EVS 2016, EVS 2, par. 7.2.3, p. 43.

- 62 Bienert & Brunauer 2007, p. 544-545.
- 63 Basel Committee on Banking Supervision 2017, p. 20-21. Het document beschrijft de afronding van het Basel III-raamwerk door het Basel-comité. Dat raamwerk is een centraal onderdeel van het antwoord van het Baselcomité op de wereldwijde financiële crisis.
- 64 EVS 2016, EGVN 3, p. 104 e.v.
- 65 EVS 2016, EGVN 3, p. 110-111.
- 66 EVS 2016, Glossary.
- 67 EVS 2016, EGVN 3.4., p. 109.
- 68 Bienert & Brunauer 2007, p. 546.
- 69 Muñoz 2011, p. 44 en 405.
- 70 Salette 2005, p. 80.
- 71 Roulac e.a. 2006, p. 475-476. Ze gebruiken het begrip economische waarde en verwijzen daarvoor naar het boek van Harvey & Jowsey (2004), waar het begrip verder niet wordt ingevuld.
- 72 Ik sluit hiermee aan op de gangbare Nederlandse vertaling van HABU.
- 73 Vis 2006, p. 106.
- 74 Vis 2010, p. 316.
- 75 Gedrags- en Beroepsregels RV, vastgesteld door de ledenvergadering op 18 april 2018
- 76 Overes 2016, p. 9.
- 77 Aanwezig bij de expertsessie waren J. Boeve, J. Vis en T.M. Berkhout.
- 78 Bij business valuation wordt, zodra een stabiele situatie is bereikt, de contante waarde van alle toekomstige geldstromen bepaald.
- 79 Williams 1997, p. 59.
- 80 Vis 2010, p. 270.
- 81 Landen die verwijzen naar een waarde op langere termijn, of meer specifiek MLV, binnen voorschriften omvatten: Oostenrijk, Tsjechische Republiek, Duitsland, Hongarije, Luxemburg, Polen, Slovenië, Spanje.
- 82 EVS 2016, EGVN 3.
- 83 Van Arnhem, Berkhout & Ten Have 2013, p. 205 e.v.
- 84 EVS 2016, p. 101-102.
- 85 Zie Berkhout 2002, par. 3.2.3, p. 66 e.v.
- 86 Vis # [Hfd 6] Economic calculation
- 87 Bennett (1972, p. 11 en 19) concludeert dat 'asset valuation by discounted revenue theory remains a private assessment, subject to private motivations, unchecked by public evidence'. Dit betekent volgens hem niet dat er geen contante waarden gebruikt of berekend mogen worden, maar meer dat men vertrouwt op de opsteller van de waardering.
- 88 Naarmate de beschouwingsperiode langer wordt, is de invloed op de contante waarde en de IRR geringer.
- 89 Vis ### economic calculation, p. ##. Voor een mathematische benadering van een model voor het berekenen van de economische waarde verwijs ik naar Vis (2010, p. 170-174).
- 90 Williams 1997, p. 59.
- 91 EVS 2016, EGVN 2, par. 5.7, p. 102.
- 92 EVS 2016, EGVN 2, par. 5.71 – 5.7.3, p. 103-104.
- 93 EVS 2016, EGVN 2, p. 105.
- 94 'The value of immovable property as determined by a prudent assessment of the future marketability of the property taking into account long-term sustainable aspects of the property, the normal and local market conditions, the current use and alternative appropriate uses of the property.'
- 95 Property Industry Alliance 2017, p.
- 96 Long-Term Sustainable Network 2018, p. 7-9.
- 97 Overes 2016, p. 49-50.
- 98 EVS 2016, EVS 5, par. 5.3.
- 99 Berkhout en Roggeveen 2015, 2016, 2017, 2018.
- 100 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.
- 101 NIRV-Richtlijn 500, versie maart 2018. Zie verder de richtlijnen 510 (Waarderingsrapport), 520 (Niet-onpartijdige Waardering), 530 (Indicatieve Waardering) en 540 Calculatorische Opdracht.

Colofon

November 2019

Uitgave

NVM Business

Realisatie

Erwin Asselman

Vormgeving

Frank van Munster

NVM Business

Fakkelstede 1

3431 HZ Nieuwegein

Telefoon: (030) 608 51 85

