

De relevantie van omzethuur in het kader van de IFRS 16

Een exploratief onderzoek naar het verband tussen IFRS 16 en omzethuur binnen shopping centers.



MRE Master scriptie Oscar Koekenberg
Jaargang 2016-2018

Inhoudsopgave

Voorwoord.....	4
Samenvatting.....	4
1. Onderzoeksopzet	5
1.1. Aanleiding.....	5
1.2. Definitie omzethuur	5
1.3. Omzethuur.....	6
1.4. Probleemstelling	7
1.5. Doelstelling	7
1.6. Hoofdvraag.....	7
1.7. Deelvragen.....	7
1.8. Afbakening.....	7
1.9. Methodologie	7
1.10. Relevantie	8
1.11. Conceptueel model	8
2. Institutioneel kader	9
2.1. Het Jaarverslag	9
2.2. De IAS 17.....	9
2.2.1. Definitie 'lease'	9
2.3. Financial lease	9
2.3.1. Verwerking op jaarrekening huurder.....	10
2.3.2. Verwerking op jaarrekening van verhuurder	11
2.4. Operationele lease.....	12
2.4.1. Verwerking op jaarrekening van huurder	12
2.4.2. Verwerking op jaarrekening van verhuurder	12
2.5. US Gaap	12
2.6. De IFRS 16.....	12
2.7. Effecten.....	13
2.7.1. Effect op financiële ratio's	14
2.8. Omzethuur.....	16
2.8.1. Typologie omzethuur	16
2.8.2. Juridisch kader omzethuur.....	17
2.8.3. Huurprijsherziening en omzethuur.....	18
2.8.4. Oplossingen frictie huurprijsherziening en omzethuur	19
2.8.5. Afwijking van bepalingen en praktijk.....	19
2.9. Casusanalyse	20
2.9.1. Casus huurder A:.....	20
2.9.2. Casus huurder B:.....	25
2.10. Conclusie.....	26
3. Theoretisch kader: Waarde van het uitsluiten van (omzet) onzekerheid	27
3.1. Waarde en prijs.....	27
3.2. Marktwaaarde.....	27
3.1. Financiële opties	29
3.2. Reële opties.....	31
3.3. De optie tot verlenging.....	32
3.4. Reële opties en omzethuur	32
3.5. Binominaal waarderingsmodel.....	34
3.6. Casusanalyse	35
3.6.1. Casus huurder A, de strategische NHW	35
3.6.2. Casus huurder B, de strategische NHW	36
3.7. Compensatie	37
3.8. Conclusie.....	38
4. Empirische analyse	39

4.1.	<i>IFRS 16</i>	39
4.2.	<i>Contractvoorwaarden</i>	40
4.3.	<i>IFRS 16 en contractvoorwaarden</i>	40
4.4.	<i>Conclusie</i>	41
5.	Conclusie	42
5.1.	<i>Discussie</i>	42
5.2.	<i>Reflectie</i>	43
5.3.	<i>Aanbevelingen</i>	44
	Bibliografie:	45
	Bijlage 1: Rentetarieven	48
	Bijlage 2: Casus huurder A, scenario 1, uitwerkingen balans en resultatenrekening	49
	Bijlage 3: Casus huurder A, scenario 2, uitwerkingen balans en resultatenrekening	50
	Bijlage 4: Casus huurder B, scenario 1, uitwerkingen balans en resultatenrekening	51
	Bijlage 5: Casus huurder B, scenario 2, uitwerkingen balans en resultatenrekening	52
	Bijlage 6: Casus huurder A, scenario 1, uitwerkingen binominaal optiemodel	53
	Bijlage 7: Casus huurder A, scenario 2, uitwerkingen binominaal optiemodel	54
	Bijlage 8: Casus huurder B, scenario 1, uitwerkingen binominaal optiemodel	55
	Bijlage 9: Casus huurder B, scenario 2, uitwerkingen binominaal optiemodel	56
	Bijlage 10: Vragenlijst	57
	Interview Jay Tahtah, Partner PCW gespecialiseerd in verslaggeving onder IFRS	58
	Interview Jan Willem Hilbron, Senior Vice President Business Development at HMSHost International	59
	Interview Michel Hoogervorst, CFO Klepierre Netherlands.	61
	Interview Roel Schulte, Real Estate and Expansion Manager Benelux Inditex.	63

Voorwoord

Voor u ligt de scriptie die dient ter afronding van de MRE traject aan de Amsterdam School of Real Estate. Deze scriptie viel onder de supervisie van Arthur Marquard. Allereerst wil ik Arthur bedanken voor zijn inzichten en zijn eindeloze geduld in dit traject met mij. Verder wil ik de volgende professionals bedanken die bereid waren dit onderzoek te bereiken met hun inzichten: Jay TahTah, Roel Schulte, Jan Willem Hilbron en Michel Hoogervorst.

Ten slotte wil ik mijn directe omgeving bedanken voor hun geduld met mijn afwezigheid. In het bijzonder gaat hierin mijn dank uit naar mijn vriendin, Lourdes Barrios, en naar mijn ouders, Madeleine Snuverink en Richard Koekenberg.

Samenvatting

Op 1 januari 2016 is bekendgemaakt dat de IFRS 16 boekhoudstandaard de huidige IAS 17 gaat vervangen. Dit blijkt verregaande gevolgen te hebben voor ondernemingen die veel huurverplichtingen buiten de balans hebben staan als operationele lease. Ondernemingen die naar verwachting grote veranderingen zullen moeten doorvoeren zijn retailers. Retailers zijn vaak langjarige huurverplichtingen aangegaan. Deze moeten conform de IFRS 16 standaard per 1 januari 2019 volledig op de balans geactiveerd worden. Dit zal grote gevolgen hebben voor de balanspositie, de financiële ratio's en de resultatenrekening. Echter, indien een overeenkomst omzethuur bevat is dit gedeelte van de huurstream uitgesloten van deze verplichting. Derhalve was de verwachting dat de omzethuur component binnen huurovereenkomsten zal stijgen, dat verhuurders hiervoor een compensatie zouden verwachten, en dat huurders bereid zijn deze compensatie te betalen.

Uit dit onderzoek blijkt dat huurders bereid lijken een compensatie te betalen teneinde de effecten van de IFRS 16 te verminderen. Huurders lijken bereid deze te betalen in geval van een huurverlenging met dien verstande dat de markthuur hoger is dan de huidige contractuele huur. Uit dit onderzoek is tevens gebleken dat de effecten van de IFRS 16 de huurders en verhuurders in grote mate bezighouden. Huurders ondervinden sinds de bekendmaking toenemende druk om de huurovereenkomsten onder meer flexibele voorwaarden af te sluiten. Hierbij is wordt in het bijzonder gefocust op vergroten van de omzethuurcomponent en het verkorten van looptijden van huurovereenkomsten.

1. Onderzoeksopzet

1.1. Aanleiding

Nederland is qua toepassing van omzethuur een vreemde eend in de bijt. Waar in Europa huurprijzen die (gedeeltelijk) zijn gebaseerd op resultaten van de detailhandel onderneming geen onbekend gegeven zijn, blijft de toepassing hiervan in Nederland achter (Moerman, 2009; Horst, 2015). Omzethuur, in de kern, is van origine een concept uit de Verenigde Staten waarbij (een gedeelte) van de huur wordt bepaald door de behaalde omzet van de winkel. Uit het onderzoek van Moerman (2009) en Horst (2015) blijkt dat verschillende obstakels resulteren in verminderde motivatie vanuit huurders en verhuurders om omzethuren af te sluiten. Bij obstakels kan gedacht worden aan (niet uitsluitende lijst) beperkingen van het Nederlands Rechtssysteem, het niet aanwezig zijn van betrouwbare omzetgegevens en de opkomst van e-commerce en de bijbehorende discrepantie van omzet tussen de 'bricks & clicks'. Verder wordt omzethuur vaak geassocieerd met crisistijden en met lage verhuurcourantheid en hoge leegstand in vastgoed. Mogelijk gaat er echter een kentering plaatsvinden, opgelegd vanuit een onverwachtse hoek.

In januari 2016 heeft de 'International Accounting Standards Board' (IASB) nieuwe internationale boekhoudstandaarden aangekondigd voor leasecontracten, de 'International Financial Reporting Standard 16' (IFRS 16). De IFRS 16 wordt de opvolger van de huidige 'International Accounting Standards 17' (IAS 17) en zal per 1 januari 2019 verplicht zijn voor ondernemingen binnen de EU die genoteerd staan aan de erkende kapitaalmarkten (Keij, 2017). De nieuwe standaard heeft als doel externe belanghebbenden van de ondernemingen meer inzicht te geven in de toekomstige huur- of leaseverplichtingen die onder de huidige standaarden soms latent aanwezig zijn. Alle aan de erkende kapitaalmarkten genoteerde ondernemingen binnen de Europese Unie zullen de momenteel 'buiten de balans' verkerende huren (i.e. de operationele huur), gekapitaliseerd moeten activeren en middels een alternatieve methode moeten verwerken op de winst en verliesrekening. Dit heeft uiteraard gevolgen.

Uit een studie naar de effecten van de invoering van de IFRS 16 blijkt dat de detailhandelsbranche grote effecten hiervan zal ondervinden omdat deze veel panden huren en door de latentie in het oude regime een schijnwerkelijkheid konden creëren. Naar verwachting zullen de mediane schuld en de EBITDA (opbrengsten voor aftrek van rente, belasting en afschrijving op activa en leningen) respectievelijk met bijna 100% en met 41% stijgen (ISAB, 2016; PWC, 2016). Dit heeft op zijn beurt grote gevolgen voor de kengetallen van de jaarrekening (e.g. solvabiliteit ratio's). Verder zullen detailhandel ondernemingen voor de uitdaging komen te staan om de veranderingen helder te verklaren naar de aandeelhouders. Echter, een uitzondering op deze methodiek, die de aanleiding is voor dit onderzoek, is de uitsluiting van variabele huurverplichtingen, ofwel omzethuur. PWC (2016) verwacht dat dit een focuspunt voor detailhandel ondernemingen zal zijn. Ernst & Young (2016) stelt dat dit effect kan hebben voor de manier op de voorwaarden waaronder huurovereenkomsten tot stand komen.

In dit onderzoek wordt gefocust op de uitzondering van variabele huurverplichtingen. Een type variabele huurverplichting is omzethuur waarbij de hoogte van de huur (soms gedeeltelijk) variabel is afhankelijk van de resultaten.

Hierna zal allereerst nader worden ingegaan omzethuur. Daarna wordt de probleemstelling gedefinieerd en wordt de centrale vraagstelling behandeld met de gehanteerde onderzoeksmethodologie.

1.2. Definitie omzethuur

Er zijn verschillende definities in omloop dit in de kern een gelijke strekking hebben. Eeken en de Boer (2004) hebben de volgende definitie aan omzethuur gegeven: "een verhuursituatie waarbij de retailer de verhuurder/belegger een (gedeeltelijk) aan de behaalde omzet gerelateerde huurvergoeding

betaald". Geltner et al. (2014) hanteren de volgende definitie: "The rent is a specified percentage of the sales revenues or net income earned by the tenant in a leased space...often, the rent will include both a fixed component referred to as the base rent plus a percentage component". Deze definitie gaat in op de verdeling tussen een (vaste) basishuur en de omzethuur (percentage component). Verder specificeert deze definitie dat het om de huur gaat die resulteert uit de gehuurde ruimte. Online verkopen middels 'multi-channel retail' vallen hier dus buiten.

1.3. Omzethuur

In tegenstelling tot de internationale praktijk, wordt in Nederlands omzethuur slechts beperkt toegepast. Volgens Sybertsma (2011) kan omzethuur het middel zijn om de belangen tussen huurder en verhuurder op een lijn te krijgen. Wanneer omzet van de retailer een gemeenschappelijk belang is, zal er meer samenwerking plaatsvinden en zal dit een positief effect hebben op de vertrouwensband. Ondanks dat Sybertsma in 2011 stelt dat er nog weinig omzethuur wordt toegepast, heeft Moerman eerder, in 2009, aangetoond dat circa 35,8% van de retail professionals in Nederland omzethuur toepassen. In 2012 geeft Jones Lang LaSalle in een marktrapport ook aan dat zij verwachten dat er meer huurovereenkomsten met een omzethuur-component zullen worden afgesloten. Uit het onderzoek van Moerman blijkt echter een nuance in zoverre dat het voorstel voor omzethuur vooral uit de koker van de huurder komt en minder wordt voorgesteld door verhuurders. Dit komt volgens Moerman doordat de verhuurders minder 'klaar zijn' voor de implementatie van omzethuur.

Horst (2015) noemt de verschillende afwegingen die huurders en verhuurders hebben wanneer het gaat om implementatie van omzethuur. Belangrijk hierin is risico voor opwaartse of neerwaartse huur. Deze volatiliteit is een struikelblok voor respectievelijk de huurder en de verhuurder. Verder lijkt het voor verhuurders bezwaarlijk dat er beperkte mogelijkheid tot ingrijpen is terwijl de inkomsten wel (gedeeltelijk) afhankelijk van de omzet van de huurder zijn.

Ondanks dat motieven inzicht geven in de beweegredenen tot het aangaan van omzethuur, resulteren deze nog niet in het aangaan van een overeenkomst met een omzethuurcomponent. Schulte heeft in 2014 hierin al een stap gezet door het identificeren van kritische succesfactoren die invloed uitoefenen op de welwillendheid van detailhandel huurders (binnen het mode-segment) en verhuurders om omzethuur toe te passen binnen het kern-winkelstraten segment (A1 high street retail). Kortom, in hoeverre is het afsluiten van omzethuur haalbaar? Welke factoren in welke mate en in welke combinatie aanwezig moeten zijn om tot een overeenkomst te komen is niet onderzocht in de exploratieve studie. De factoren die effect hebben op de welwillendheid van huurders en verhuurders om omzethuur toe te passen zijn: 1) Het profiel van de onderneming van de huurder, 2) kennis, 3) marktprofiel, 4) detailhandel branche profiel, 5) onzekerheid over huurinkomsten, 6) juridische factoren, 7) online factoren en 8) praktische factoren.

Het kan beargumenteerd worden dat de welwillendheid van huurders om een huurovereenkomst aan te gaan met een grotere omzetcomponent zal stijgen, omdat dit de effecten van de IFRS voor de jaarrekening zal verminderen. Daartegenover staat dat de welwillendheid van verhuurders naar verwachting gelijk blijft, omdat de effecten van de IFRS op de jaarrekening van verhuurders, beperkt zullen zijn (IFRS, 16). Verhuurders zullen alleen de motieven tegen omzethuur (Horst, 2016), zoals potentieel lagere huur en lagere taxatiewaarde, accepteren wanneer zij gecompenseerd worden door de huurder door versterking van de motieven voor omzethuur (Horst, 2016). Vanuit het verhuurdersperspectief gezien zullen derhalve alternatieven die voordelig kunnen zijn (e.g. zekere huurstroom), worden opgegeven om tot een transactie te komen. Teneinde de belangen van de huurder en verhuurder in lijn te krijgen en tot een huur-transactie met hogere omzethuurcomponent te komen is het niet ondenkbaar dat de verhuurder zal vragen om een compensatie en dat de huurder bereid zal zijn een compensatie te betalen.

1.4. Probleemstelling

Omzethuur is nog niet gangbaar in Nederland. De motieven voor omzethuur wegen klaarblijkelijk nog niet op tegen de motieven die tegen omzethuur pleiten. Hierdoor ontstaan barrières die beide partijen nog niet leiden tot grootschalige toepassing van omzethuur. De introductie van de IFRS 16 standaarden per januari 2019 zorgen voor grote veranderingen op de balansposities van huurders die niet altijd gunstig hoeven zijn. De solvabiliteit en de EBITDA veranderen waardoor uitleg aan de aandeelhouders vereist is en de risicoprofielen van de huurders kunnen veranderen. Dit zal mogelijk effecten hebben op de perceptie van de eigen vermogen- en vreemd vermogensverschaffers. Een van de uitzonderingen op de IFRS 16 standaard is variabele huur of omzethuur. Deze wordt niet contant geactiveerd op de balans, maar zal alleen in dat jaar op de winst en verliesrekening worden weergegeven.

1.5. Doelstelling

In dit onderzoek wordt onderzocht of het betalen van een compensatie voor de volatiliteit die omzethuur met zich mee brengt een mogelijkheid is voor huurders en verhuurders om de effecten van de IFRS 16 standaard voor huurder te verminderen.

1.6. Hoofdvraag

Zijn huurders bereid een compensatie te betalen voor een huurovereenkomst gebaseerd op grotere omzethuurcomponent in het licht van de bekendmaking van de IFRS 16 standaard?

1.7. Deelvragen

1. Hoe verhoudt omzethuur zich tot de IFRS 16 standaard en wat is het juridisch kader van omzethuur (hoofdstuk 2)?
2. Wat zijn de effecten op de balans en de resultatenrekening door de wijziging van IAS 17 naar IFRS 16 (casusanalyse hoofdstuk 2)
3. In hoeverre zou een huurder in theorie en bij aanvang van de huurovereenkomst met een omzetcomponent, bereid zijn de toekomstige volatiliteit in omzet af te kopen (i.e. de compensatie) teneinde geen volatiliteit in huurkosten te ondervinden?
4. Hoe zien huurders en verhuurders de effecten van de IFRS 16 standaard (hoofdstuk 4)?
5. Welke lessen kunnen hieruit getrokken worden (reflectie, hoofdstuk 5)?

1.8. Afbakening

- Geografische afbakening: In principe is de IFRS 16 standaard een internationale standaard maar die voor beursgenoteerde ondernemingen binnen de EU, verplicht is. Derhalve is de afbakening van het onderzoek, Europa.
- Vastgoedsegment: Huurders binnen het mode-segment en horecasegment in grootschalige binnenstedelijke winkelcentra. Er wordt alleen ingegaan op bedrijfsruimte zoals omschreven in 7:290 BW.
- Daar de IFRS standaard vooral gehanteerd wordt door internationaal opererende en beursgenoteerde ondernemingen zal de focus op deze typen retailers liggen.
- Dit onderzoek focust op mogelijke wijzigingen in de strategie van huurders en verhuurders met betrekking tot omzethuur. De IFRS 16 standaard is de aanleiding tot dit onderzoek; er wordt niet getracht volledig te zijn in de boekhoudkundige effecten van de IFRS 16 invoering.

1.9. Methodologie

Dit onderzoek betreft een exploratief onderzoek. Het onderzoek zal bestaan uit de combinatie van casuïstiek en wordt versterkt door middel van semigestructureerde interviews. In hoofdstuk 2 wordt allereerst het institutioneel kader geschetst. Door middel van de casussen in een tweetal scenario's zal inzicht worden gegeven aan de effecten van de IFRS 16 standaard op operationele huur. In dit hoofdstuk wordt antwoord gegeven op deelvragen 1 en 2. In hoofdstuk 3 wordt de optietheorie beschreven en worden de in hoofdstuk 2 besproken casussen gewaardeerd middels een binominaal

optie waardering model. Aan de basis hiervan ligt omzetdata van de tweetal geanonimiseerde huurders. In hoofdstuk 3 wordt eveneens antwoord gegeven op deelvraag 3. Ten slotte wordt in hoofdstuk 4 de theoretische exercitie van hoofdstuk 2 en 3 empirisch getoetst. Door middel van semigestructureerde interviews wordt een dieper inzicht te gepresenteerd in de beweegredenen van de marktpartijen. Dit zal deels gebeuren op basis van voortschrijdend inzicht. De vragen van de interviews zijn afgeleid uit hoofdstuk 2 en 3 en zijn gepresenteerd in bijlage 10. De volgende partijen zijn geïnterviewd:

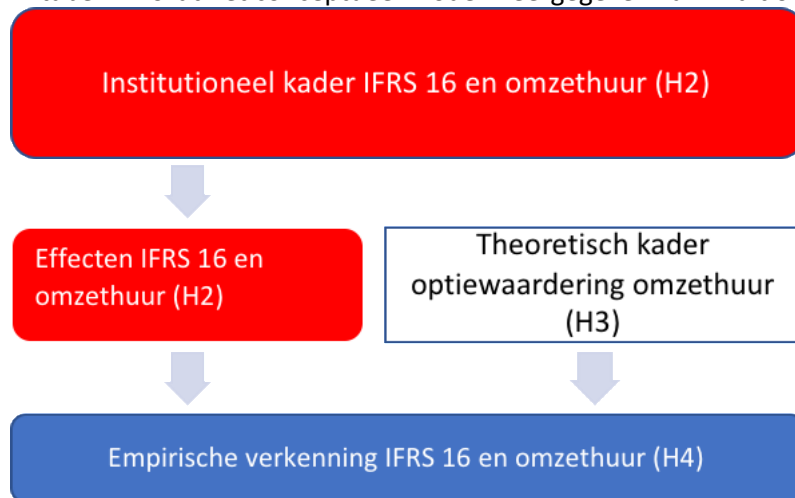
- PWC, Jay Tah Tah
- Klepierre, Menno Hoogervorst
- Inditex, Roel Schulte
- HMS Host, Jan Willem Hilbron

1.10. Relevantie

Het moment van overgang van IAS 17 naar IFRS 16 nadert en huurders en verhuurders zullen over de huurstrategie moeten nadenken. Daar de IFRS 16 standaard grote gevolgen kan hebben voor zowel de balans als de resultatenrekening als de bij de jaarrekening behorende kengetallen (e.g. de solvabiliteit), zal er mogelijk gezocht worden naar een alternatief. Binnen dit onderzoek wordt verwacht dat het alternatief gevonden wordt in omzethuur. Dit onderzoek is relevant voor zowel huurders als verhuurders omdat het mogelijk een nuance in de transactiepraktijk aan het licht brengt. Deze zou in latere onderzoeken nader gekwantificeerd kunnen worden.

1.11. Conceptueel model

In tabel 2 wordt het conceptueel model weergegeven van in dit onderzoek.



Tabel 1: Conceptueel model

2. Institutioneel kader

In dit hoofdstuk wordt nader ingegaan in de huidige IAS 17 standaard en de opvolger daarvan, de IFRS 16. Tevens zal een casus met een versimpelde voorbeeldbalans en jaarrekening gepresenteerd worden teneinde de verschillen tussen de IAS 17 en de IFRS 16 standaarden te illustreren.

2.1. Het Jaarverslag

Ondernemingen zijn verplicht inzicht te geven in de financiën aan de aandeelhouders door rapportage in de vorm van een balans, een winst- en verliesrekening en een kasstroomoverzicht. Dit is verplicht om de aandeelhouders inzicht te geven in de resultaten van de onderneming waarin zij geïnvesteerd hebben en om sturing te kunnen geven aan de directie. Er zijn verschillende standaarden die bepalen aan welke voorwaarden de jaarrekening moet voldoen. Zo zijn in Nederland de standaarden vastgelegd in het burgerlijk wetboek en zijn deze uitgewerkt in meer praktisch toepasbare richtlijnen door de Raad van Jaarverslaggeving (RJ). Voor internationaal opererende ondernemingen met gefragmenteerd aandeelhouderschap, zoals beursgenoteerde ondernemingen, is de Nederlandse RJ-richtlijn niet toereikend. Deze ondernemingen zullen een transparante, niet-ambigue en eenvoudig vergelijkbare standaard moeten hanteren, teneinde de aandeelhouders te voorzien van de financiële verantwoording over het jaar. Hiervoor zijn twee standaarden overheersend: De 'General Accepted Accounting Principles' in de Verenigde Staten (US GAAP) en de 'International Financial Reporting Standards' (IFRS), uitgevaardigd door de 'International Accounting Standards Board' (IASB). Beursgenoteerde ondernemingen binnen de Europese Unie zijn sinds 1 januari 2015 verplicht te voldoen regelgeving van de IASB.

2.2. De IAS 17

Waar er door de IASB een groot aantal standaarden voor verschillende onderwerpen zijn uitgegeven, dienen voor dit onderzoek de 'International Accounting Standards 17' (IAS 17) en de IFRS 16 als startpunt. De IAS 17 beschrijft de verwerking van een 'lease' (hierna: huurovereenkomst) voor zowel de huurders als verhuurders op hun jaarrekening.

De IAS 17 werd in 1982 uitgegeven en vervolgens in 2003 herzien en beschrijft hoe de huurverplichtingen in de vorm van 'operational lease' (hierna: operationele huur) en 'financial lease' (hierna: financiële huur) verwerkt dienen te worden op de jaarrekening. Hierna wordt binnen het kader van de IAS 17 eerst ingegaan op de substantie van een huurovereenkomst alvorens het verschil te maken tussen een financiële en operationele huur. De voor deze scriptie niet relevante nuances in de IAS 17 en IFRS 16 standaarden worden buiten beschouwing gelaten.

2.2.1. Definitie 'lease'

De eerste stap is de vaststelling of een overeenkomst een huurovereenkomst is. IAS 17 (2010) geeft als definitie: Een overeenkomst waar de verhuurder voor een afgesproken periode een recht tot gebruik ('right of use') van een activa overdraagt aan de huurder in ruil voor een betaling of een serie betalingen. Er is sprake van een huur wanneer een onderliggend actief, zoals een winkel, expliciet of impliciet te onderscheiden is en wanneer het gebruik van het actief wordt bepaald door de gebruiker/huurder (PWC, 2016). Indien de verhuurder een substantieel recht tot substitutie heeft van het gehuurde (i.e. de verhuurder kan financiële voordelen halen uit het veranderen van het gehuurde; bijvoorbeeld een andere locatie toewijzen) dan is er geen sprake van een te onderscheiden ruimte en is er consecutief geen sprake van een lease/huur.

2.3. Financial lease

Indien een overeenkomst conform de definitie van 2.2.1. een huurovereenkomst is, moet vervolgens vastgesteld worden of het een operationele of een financiële huur betreft. Hiervoor moet gekeken worden naar de context en substantie van de overeenkomst. In het kort: Worden het overgrote deel van de baten en risico's aangaande het eigendom van het actief overgedragen naar de huurder? Zo ja,

dan is er sprake van een financiële huur. In deze hoeft er geen sprake te zijn van uiteindelijk overdracht van de eigendomstitel (Europese Commissie, 2010). Kortom, de huur van het productiemiddel wordt als koop gezien en moet als dusdanig op de balans worden verwerkt. In de volgende 5 criteria/situaties is sprake van een financiële huur (Deloitte, 2017; Dirksen, 2009; vertaling):

1. Het eigendom van het activa wordt overgedragen van de verhuurder naar de huurder tegen het einde van de huurovereenkomst;
2. De huurder heeft de optie het actief te kopen op een uitoefeningsdatum tegen een prijs welke naar verwachting aanzienlijk minder is dan de 'fair value' (reële waarde of marktwaarde; van Gool et al, 2013), waardoor het aan het begin van de huurovereenkomst het redelijk zeker is dat de optie zal worden uitgeoefend;
3. De huurtermijn omvat het grootste deel van de economische levensduur van het actief, zelfs als de eigendom niet wordt overgedragen. IAS 17 definieert niet wat het 'grootste deel' betekend, maar deze wordt gebaseerd op richting gevende principes. De RJ (Raad voor Jaarverslaggeving) en de FAS (Financial Accounting Standards) geven als richtlijn 75% van de economische levensduur van het leaseobject (Dirksen, 2009).
4. Bij de aanvang van de huurovereenkomst bedraagt de contante waarde van de minimale huurbetalingen ten minste voor een substantieel deel de volledige reële waarde van het gehuurde actief. IAS 17 definieert niet wat het 'substantieel deel' betekend, maar deze wordt gebaseerd op richting gevende principes. De RJ en de FAS geven als richtlijn 90% van de reële waarde van het leaseobject bij de aanvang van de huurovereenkomst van de economische levensduur van het leaseobject (Dirksen, 2009);
5. De gehuurde activa zijn dusdanig specifiek van aard dat alleen de huurder deze kan gebruiken zonder significante aanpassingen.

Hoe wordt dit op de balans verwerkt? Een verschil kan gemaakt worden tussen initiële verwerking en verwerking in daaropvolgende jaren. De nadruk van dit onderzoek ligt op de initiële verwerking. De exacte boekhoudregels voor de verwerking in de daaropvolgende jaren zullen beknopt besproken worden maar zijn niet volledig. Hiervoor wordt verwezen naar de vakliteratuur.

2.3.1. Verwerking op jaarrekening huurder

Indien sprake is van een financiële huur, wordt de huurder economisch eigenaar (juridisch eigenaar blijft de verhuurder) en zal het actief weergegeven moeten worden op de debet kant van de balans van de huurder.

De activa kant zal bij aanvang van de lease een 'Right of Use' (hierna ROU) worden toegevoegd waarin de volgende posten zijn verwerkt:

1. De initiële huurverplichtingen. Dit zijn alle kosten die niet voor de ingangsdatum van de huurovereenkomst vallen. Deze kunnen gewaardeerd worden tegen de lagere van (van Ommeren et al, 2015):
 - a. De reële waarde van het gehuurde actief. Dit begrip is in een actieve markt gelijk aan de marktwaarde. Dit begrip wordt nader uitgelegd in hoofdstuk 3. De marktwaarde wordt door de International Valuation Standards als volgt gedefinieerd (IVSC, 2016): *'het geschatte bedrag waartegen vastgoed zou worden overgedragen op de waardepeildatum 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.'*
 - b. De contante waarde van de:
 - toekomstige huurtermijnen plus;
 - variabele huurverplichting (i.e. alleen de huurindexatie, niet omzethuur) plus;
 - opties tot koop en terminatie mits deze een grote mate van zekerheid hebben.

De impliciete rentevoet in de huurovereenkomst ligt hieraan ten grondslag. De impliciete (i.e. ongeschreven) rentevoet binnen een huurovereenkomst is de rentevoet waarin (KPMG, 2017):

- De som van de huidige waarden van 1) de huurbetalingen en 2) de niet gegarandeerde residuele waarde, *gelijk is aan*
- De som van 1) de reële waarde van het onderliggend actief en 2) de initiële directe kosten van de verhuurder

Anderzijds kan een huurder (in het kort) de incrementele rente hanteren die betaald moet worden voor de aankoop van een vergelijkbare ruimte onder gelijke zekerheden, voor eenzelfde bedrag voor een gelijke termijn, in een gelijke economie. Dit mag, vanwege het gebruiksrecht dat ten grondslag hieraan ligt, gelijk zijn aan een hypothecaire lening (i.e. met het actief als onderpand). Het is niet specifiek beschreven, maar het lijkt dat de incrementele rente gewogen berekend kan worden op basis van de reguliere schuldgraad (KPMG, 2017).

2. De betalingen die moeten geschieden voor de ingangsdatum van de overeenkomst.
3. Initiële directe kosten voor de huurder (e.g. makelaarskosten).
4. Geschatte kosten voor het terugbrengen van het gehuurde in de op te leveren staat.

Aan de passiva kant komt de verplichting gelijk aan de contante waarde van de minimale toekomstige huurtermijnen (i.e. de initiële huurverplichting; van Ommeren et al, 2015). Bij de juridisch eigenaar (i.e. de verhuurder) resteert alleen een vordering op de huur op de balans resteren. Hierbij moeten de vooruitbetaalde huur, de initiële directe kosten en kosten voor terugbrengen in op te leveren staat gecrediteerd worden op de kasmiddelen. Verder vindt een opsplitsing plaats tussen de rentecomponent en een aflossingscomponent ten behoeve van de annuïteit en zal er afgeschreven moeten worden (van Ommeren et al, 2015).

De rente/interestlasten: Deze component wordt gebaseerd op de constante rentevoet over de uitstaande schuld (van Ommeren et al, 2015). Deze komt ten laste van het resultaat en wordt gecrediteerd op de huurverplichting. De aflossing wordt vastgesteld op annuïteitbasis.

De afschrijvingskosten: Het kostenmodel conform de IAS 16 (property plant equipment) schrijft het volgende voor: De afschrijving vindt plaats op basis van de lengte van de huurovereenkomst of, indien deze korter is, op basis van de economische levensduur van het object. Indien het juridisch eigendom aan het einde van de huurtermijn niet wordt getransporteerd naar de huurder, zal de restwaarde op nihil zijn. De afschrijving komt ten laste van het resultaat. Verder zijn er ook nog het reële waarde model (IAS 40) en het herwaarderingsmodel (IAS 16) toepasbaar, maar deze vallen buiten dit onderzoek.

2.3.2. Verwerking op jaarrekening van verhuurder

In geval van financiële lease staat het economisch eigendom niet langer op de balans van de verhuurder, maar op die van de huurder.

Op activa kant de balans van de verhuurder wordt een post (vordering op huurder) opgenomen ter hoogte van de netto-investeringen in de huur (Van Ommeren, 2015). Deze netto-investering is het totaal van:

- De contante waarde van de minimale huurtermijnen, en;
- De contante restwaarde van het actief voor zover deze niet gegarandeerd is aan de huurder.

Door betaling van huurtermijnen wordt de vordering op de huurder verlaagd en door interest opbrengsten wordt deze verhoogd. De rente waartegen contant gemaakt wordt, moet dusdanig zijn dat er een constante 'rate of return' tot stand komt. De huurvordering moet gelijk zijn aan de marktwaarde plus de initiële directe kosten voor rekening van de verhuurder.

Op de passiva kant van de balans van de verhuurder wordt een post voor het kasgeld opgemaakt waarvan de te ontvangen interest een onderdeel is.

De gerealiseerde interestinkomsten worden weergegeven op de resultatenrekening.

2.4. Operationele lease

In geval van operationele huur wordt het wat meer eenvoudig. Alles wat niet gekarakteriseerd is als financiële huur is operationele huur. Onder operationele huurverplichtingen worden de overeenkomsten verstaan die op de korte termijn opzegbaar. Het economisch eigendom blijft bij de verhuurder die het actief op de balans heeft staan. Daar vastgoed veelal een lange levensduur heeft en de waarde van een huurovereenkomst zelden een significant deel van de marktwaarde van het object betreft, is bij vastgoed veelal sprake van operationele huur.

2.4.1. Verwerking op jaarrekening van huurder

Op de balans wordt de huur niet weergegeven. Op de resultaatrekening worden de huurtermijnen verwerkt als kosten op lineaire basis.

2.4.2. Verwerking op jaarrekening van verhuurder

In geval van operationele huur, blijft de activa op de balans van de verhuurder staan; het economisch eigendom blijft bij de verhuurder. De inkomsten uit de huur worden op de resultaatrekening verwerkt.

Het onderscheid tussen operationele huur en financiële huur resulteert in een onvolledig beeld van de toekomstige financiële verplichtingen van de onderneming voor de aandeelhouders en kan leiden tot 'window dressing'. Window dressing betekent dat op de balans een beter beeld wordt gepresenteerd dan dat in werkelijkheid het geval is (Van Ommeren, 2015). Voorbeelden van ondernemingen die veel huurverplichtingen niet op de balans hebben staan zijn detailhandel organisaties (retailers) en vliegtuigmaatschappijen. Teneinde een representatiever en transparanter beeld te verschaffen over de financiële positie van een onderneming heeft de IASB op 1 januari 2016 aangekondigd een nieuwe standaard te implementeren, de IFRS 16.

2.5. US Gaap

Afgezien van de IFRS worden in de Verenigde Staten de US GAAP verslagleggingsregels veelvuldig gehanteerd. De criteria voor verwerking van operationele lease en financiële lease wijken af binnen de US GAAP. De US GAAP valt buiten de scope van dit onderzoek.

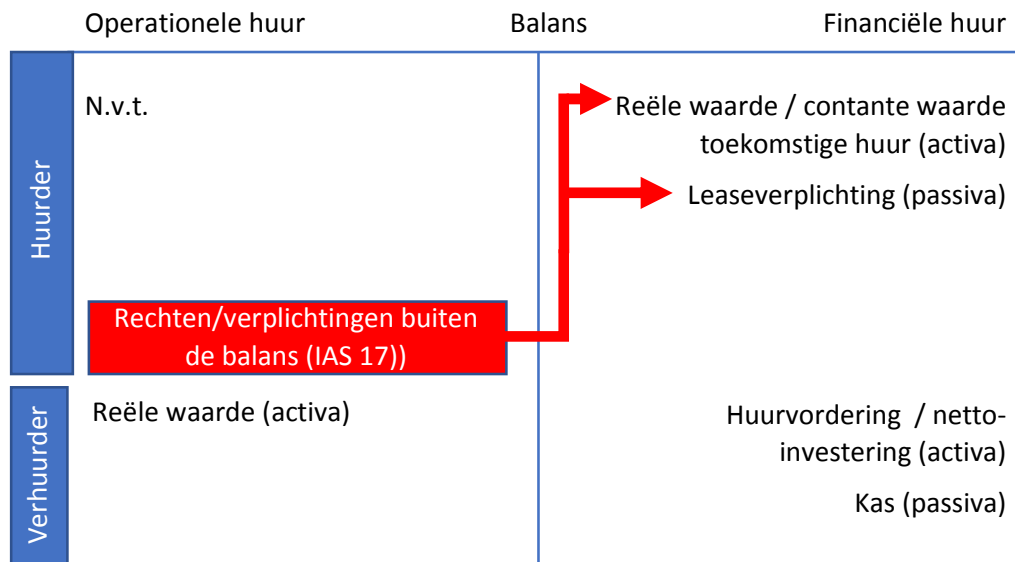
2.6. De IFRS 16

Binnen de IFRS 16 wordt het onderscheid tussen operationele huur en financiële huur nagenoeg uitgesloten. Binnen de IFRS 16 worden alle huurovereenkomsten met een looptijd langer dan 1 jaar, gezien als financiële huur en moeten op de balans als dusdanig verwerkt worden. Uitzonderingen zijn (IFRS, 2016):

- huurovereenkomsten met een looptijd korter dan 1 jaar;
- huurovereenkomsten voor activa met een lage waarde (e.g. een laptop);
- variabele huurverplichtingen voor toekomstig gebruik (i.e. alleen de vaste huurverplichtingen inclusief indexatie en de verplichtingen die de onderneming met redelijke zekerheid zal maken)

2.7. Effecten

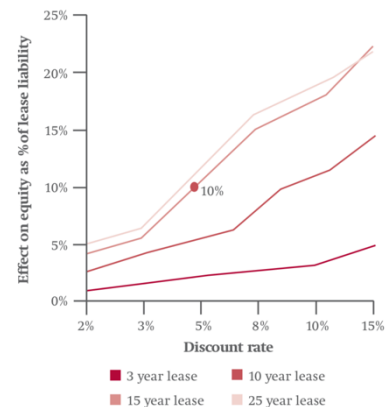
De verschillen in verwerking tussen operationele huur en financiële huur zijn hiervoor uiteengezet. Verder is er ingegaan op het verschil in toewijzing tussen de IAS 17 en de IFRS 16. Teneinde overzicht te verschaffen worden hierna schematisch de verschillen in een versimpelde balans en resultatenrekening, weergegeven. De IASB verwacht dat de IFRS 16 geen effect heeft op de totale gerapporteerde kasstromen. Wel zal het effect hebben op de presentatie op het kasstroomoverzicht. Gezien het beperkte effect, wordt in dit onderzoek niet nader in gegaan op het kasstroomoverzicht.



Figuur 2: Operationele huur en financiële huur op de balans van de huurder en verhuurder. Effecten van de IFRS 16 standaard in het rood

De IFRS 16 elimineert voor het grootste deel de classificatie van huren tussen operationeel en financieel (i.e. nagenoeg alle huren worden binnen de IFRS 16 geclassificeerd als 'financieel'). Dit resulteert erin dat rechten en verplichtingen die in geval van operationele huur binnen de IAS 17 buiten de balans konden worden gehouden, nu gekapitaliseerd op de balans moeten worden gepresenteerd (rode kader en pijlen; figuur 2). De effecten hiervan op de balans van de huurder zijn de volgende (IFRS, 2016):

- ↑ Toename van de gehuurde activa (de activa die het recht van gebruik specificeren (right of use); deze werden voorheen niet gepresenteerd op de balans. Deze wordt in de regel lineair afgeschreven.
- ↑ Toename van de huurverplichtingen; deze werden voorheen niet gepresenteerd op de balans. Deze worden gedurende de huur verminderd met de huurbetalingen en vermeerderd met de interest over de resterende termijn van de huur.
- ↑ De toename van zowel de gehuurde activa als de huurverplichtingen leiden gedurende de huurovereenkomst tot een afname van eigen vermogen. Dit komt doordat de afname van de activa door afschrijving meestal groter is dan de afname van de huurverplichtingen (i.e. de huurverplichtingen nemen toe met de interest over de resterende huurtermijn). Resultante hiervan is, hoe langer de huur, des te meer de huurverplichtingen toenemen en des te groter het effect van interest op het eigen vermogen zal zijn (IFRS, 2016; figuur 3).



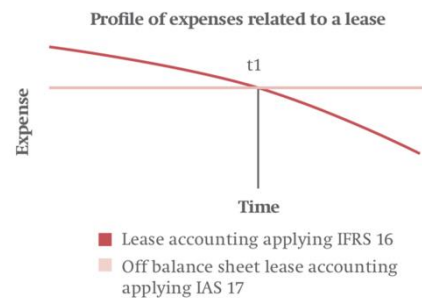
Figuur 3: IFRS, 2016; Effect van interest op % eigen vermogen VS huurverplichting

Wat betreft de resultatenrekening zijn de in Figuur 4 weergegeven mutaties van toepassing. Voor de verhuurder zijn nagenoeg geen effecten van de IFRS 16 standaard op de wijze van verwerking op de balans van operationele huur en financiële huur (IFRS, 2016). Derhalve wordt gefocust op de resultatenrekening van de huurder. De effecten voor het resultaat van de huurder zal naar verwachting niet aanzienlijk wijzigen (IFRS, 2016). Wel wijzigen de EBITDA en het operationeel resultaat door her allocatie van operationele kosten naar afschrijving en interestkosten.

Resultatenrekening huurder	IAS 17		IFRS 16
	Fin. Huur	Oper. Huur	Alle huur **
Opbrengsten	x	x	x
Operationele kosten		x	
EBITDA *			↑↑
Afschrijving	x		x
Operationeel resultaat			↑
Interestkosten	x		x
Winst voor belasting			

Figuur 4: Resultatenrekening huurder; * Earnings before interest, tax, depreciation and amortization; ** exclusief uitzonderingen

De effecten op de parameters zijn wederom afhankelijk van de lengte van de huurcontracten en de toepaste interest. Over de lengte van de overeenkomst is het totaal van de kosten voor de huur gelijk tussen IFRS 16 en IAS 17. Waar bij de IAS 17 echter de kosten lineair op de resultaatrekening tot uiting kwamen, wordt bij de IFRS 16 de kostencomponent in de eerste helft van de huurovereenkomst (e.g. de eerste 5 jaar van een 10-jarige overeenkomst) verwacht zwaarder te zijn dan in de tweede helft (Figuur 5). Dit komt doordat de interest kosten over het resterende deel van de huurovereenkomst, gedurende de huurtermijn zullen afnemen. Kortom, de kostencomponent (afschrijving en interest) zijn hoger in het begin van de huurovereenkomst dan het geval was bij de lineaire methode die voorheen gehanteerd werd bij de IAS 17. Een inverse situatie geldt tegen het einde van de overeenkomst.



Figuur 5: IFRS, 2016; Totale uitgaven (afschrijving en interest) huur IAS 17 VS IFRS 16

Het effect hiervan is dat voor bedrijven met aanzienlijke huren die momenteel buiten de balans verkeren, de gehuurde activa en huurverplichtingen aanzienlijk zullen stijgen aan respectievelijk de activa en passiva zijde van de balans. Dit leidt tot balansverlenging (het totaal op de balans wordt groter) en verandering van de financiële ratio's.

2.7.1. Effect op financiële ratio's

Daar er veranderingen op de balans en op de resultaatrekening worden verwacht, zal dit ook effect hebben op een de financiële ratio's. Financiële ratio's worden als analysemiddel voor belanghebbenden gehanteerd.

Voorbeelden van ratio's die zullen wijzigen voor huurders met veel operationele huur binnen de huidige IAS 17 standaard zijn (niet een uitsluitende lijst):

- Solvabiliteitsratio: Deze ratio kan op verschillende manieren berekend worden maar in de kern geeft deze ratio een oordeel in hoeverre een onderneming aan de lange termijn verplichtingen kan voldoen. Bij een lage solvabiliteit staat er weinig eigen vermogen tegenover de schulden en is de kans kleiner dat de schulden afbetaald kunnen worden dan bij een hogere ratio. Een methode om de solvabiliteit te berekenen is door de hiernavolgende formule. De effecten van de omslag van operationele huur naar financiële huur binnen de IFRS 16 zijn middels de rode pijlen weergegeven:

$$\downarrow \text{Solvabiliteitsratio} = \frac{\text{Eigen vermogen} \downarrow}{\text{Totaal vermogen} \uparrow \uparrow}$$

- De Schuld/EBITDA ratio: Deze ratio geeft weer in hoeverre een onderneming in staat is zijn schulden af te lossen; interest, belasting, afschrijving en aflossing buiten beschouwing gelaten. Des te lager de ratio des te 'sneller' de onderneming hiertoe in staat is. In een studie van de IFRS 16 (2016) blijkt dat de schuld tot EBITDA zal toenemen, wat inhoudt dat de huurder minder snel in staat zijn de schulden te voldoen. De effecten van de omslag van operationele huur naar financiële huur binnen de IFRS 16 zijn middels de rode pijlen weergegeven in de volgende formule:

$$\uparrow \text{ Schuld/EBITDA ratio} = \frac{\text{Schuld + leaseverplichtingen} \uparrow \uparrow}{\text{EBITDA} \uparrow}$$

- Interest cover: Deze ratio geeft weer hoe gemakkelijk een onderneming de netto financieringskosten kan betalen. Des te lager het bedrag, des te lager de ratio, des te meer moeite heeft de ondernemen met het betalen van de financieringslasten. Daar een retailer veelal lange huurcontracten heeft die een aanzienlijk onderdeel van het resultaat zijn, zal deze ratio naar verwachting sterk dalen door een stijging van de interestlasten (IFRS, 2016). De effecten zijn wederom middels de rode pijlen weergegeven:

$$\downarrow \text{ Interest cover} = \frac{\text{EBITDA} \uparrow}{\text{Netto financieringskosten (Interest)} \uparrow \uparrow}$$

Consecutief kan gesteld worden dat de IFRS 16 standaard vooral gevolgen heeft voor de balans en de resultatenrekening van een huurder die binnen de IAS 17 methodiek de toekomstige huurverplichtingen buiten de balans (off-balance) heeft weergegeven. Deze (huur)verplichtingen zullen nu gekapitaliseerd op de balans worden weergegeven. Tevens zal het eigen vermogen afnemen vanwege interest. Hoe langer de huurovereenkomsten, hoe groter het neerwaartse effect op het eigen vermogen. Het totale resultaat op de resultatenrekening zal naar verwachting niet wijzigen. Wel zullen er verschuivingen op de balans plaatsvinden waardoor de EBITDA zal stijgen evenals de interestkosten. Tevens zal de kostencomponent zwaarder zijn in de eerste helft van de huurovereenkomst. Hoe langer de huurovereenkomsten, hoe zwaarder de verschuiving van kosten naar de eerste helft van de huurtermijn. De verschuivingen op de balans en de resultatenrekening hebben tevens effecten op de financiële ratio's. Echter is het de verwachting dat de markt al reeds rekening houdt met verplichtingen die buiten de balans verkeren bij investeringsbeslissingen (Barone et al, 2014).

Daar de balans verlengd wordt en de interestcomponent van belang wordt voor het eigen vermogen en de kostenverzwaring gedurende de eerste helft van de huurovereenkomst, is het de verwachting dat:

- Huurders meer voorkeur geven aan korte huurovereenkomsten daar deze de effecten op de balans verlichten;
- Huurders meer voorkeur geven een omzethuur verplichting daar deze voordeliger is en derhalve is uitgesloten van verwerking als financiële huur conform de IFRS 16 standaard.

2.8. Omzethuur

Zoals hiervoor uiteengezet blijkt dat omzethuur, omdat het voorwaardelijk is, niet als financiële huurverplichting hoeft te worden verwerkt in het jaarverslag. Hierna zal verder worden ingegaan op omzethuur, de motivering en het juridisch kader van omzethuur.

2.8.1. Typologie omzethuur

Er zijn verschillende typen huur te onderscheiden (Geltner et al, 2014) zoals: platte huur (flat Rent), gestaffelde huur (graduated rent), geherwaardeerde huur (revaluated rent), geïndexeerde huur (indexed rent) en omzethuur (percentage rent). In Nederland wordt in de regel een vaste huurprijs overeengekomen in combinatie met een jaarlijkse indexatie (Moerman, 2009). Wanneer nader gekeken wordt naar omzethuur kan een onderscheid gemaakt worden tussen de volgende typen (Moerman, 2008; Scholten et al., 2007; Schoenaker, 1999; Buvelôt; 2007):

- Volledige omzethuur: In deze vorm is de volledige huur afhankelijk van de omzet. Deze vorm is risicovol voor zowel de huurder als voor de verhuurder.
- Basishuur in combinatie met een omzetcomponent: In deze vorm wordt een basishuur afgesproken met daarnaast een percentage over de behaalde omzet of over de omzet boven een bepaald minimum (ook 'The Natural Break Point', hierna: NBP). Deze vorm reduceert het risico van de verhuurder omdat de minimumhuur bekend is en er zodoende een meer zekere financiële planning opgesteld kan worden.
- Volledige basishuur of een volledige omzethuur: In deze vorm wordt een basishuur afgesproken tot een zeker omslagpunt in de omzet, het NBP. Wanneer de omzet boven het NBP uitkomt zal de basishuur komen te vervallen en zal volledige omzethuur van toepassing worden. De basishuur component in deze vorm leidt ook tot verminderd risico voor de verhuurder ten opzichte van volledige omzethuur.
- Variabele omzethuur: De huur is volledig afhankelijk van de omzet maar is niet gebaseerd op een vast percentage, maar op een variabel percentage. Buvelôt (2007) stelt aanvullend hierop dat variabele omzethuur vaak in combinatie met een basishuur wordt toegepast en dat het percentage vaak afneemt wanneer de omzet hoger is.
- Concessieovereenkomsten: In deze vorm wordt niet een traditionele huurovereenkomst afgesloten maar wordt er een gebruiksovereenkomst gesloten voor commerciële doeleinden. De concessionaris (retailer) maakt in deze dan gebruik van aanvullende diensten, zoals personeel, inrichting van winkels, etc., die verleend worden door de concessieverlener (verhuurder). Er wordt in deze vorm een percentage van de behaalde omzet afgedragen aan de concessieverlener. Omdat de concessieverlener in dezen vaak een substantieel substitutierecht bevat, is een concessieovereenkomst in dat geval, in termen van de IFRS 16, geen huur.

Horst (2015) noemt de verschillende afwegingen die huurders en verhuurders hebben wanneer het gaat om implementatie van omzethuur. Belangrijk hierin is risico voor opwaartse of neerwaartse huur. Dit is een struikelblok voor respectievelijk de huurder en de verhuurder. Verder lijkt het voor verhuurders bezwaarlijk dat er beperkte mogelijkheid tot ingrijpen is terwijl de inkomsten wel (gedeeltelijk) afhankelijk van de omzet van de huurder zijn.

	Verhuurdersperspectief	Huurdersperspectief
--	------------------------	---------------------

Motieven voor	Informatie voor proactief assetmanagement	Potentieel lagere huur
	Inzicht in het functioneren van de huurder	Verdeling van het risico
	Vereisten vanuit de huurder	Beheerbaarheid kosten
	Potentieel hogere huurinkomsten	Betrokkenheid van de verhuurder
	'Alignment of interest'	Vestigingseis verhuurder
		Inzicht in prestaties concurrenten
Motieven tegen	Potentieel lagere huur	Potentieel hogere huur
	Fluctuerende huren	Delen van de omzetgegevens
	Slechte financierbaarheid	Bemoeienis van de verhuurder
	Lagere taxatiewaarde	Extra kosten door betrokkenheid verhuurder
	Extra kosten door betrokkenheid bij huurder	
	Beperkte mogelijkheid tot ingrijpen	
	Controle van de omzetgegevens	

Tabel 2: Motieven omzethuur. Bron: P. Horst, 2015.

2.8.2. Juridisch kader omzethuur

Het Nederlandse rechtssysteem voor (middenstand)bedrijfsruimte is vastgelegd in het Burgerlijk Wetboek 7, artikel 290, wat wordt gekenmerkt door een groot beschermend karakter. Waar overeenkomsten voor de huur van kantoor- en bedrijfsruimte (i.e. overige bedrijfsruimte art. 7:230a) grotendeels van regeland recht zijn (i.e. huurder en verhuurder bepalen grotendeels de inhoud van de overeenkomst), is het recht voor middenstandbedrijfsruimte (e.g. winkels, restaurants, apothekers) op delen, dwingend van aard (i.e. ten nadele van de huurder mag niet worden afgeweken; artikel 7:291). Evenwel mag hiervan worden afgeweken wanneer toestemming van de rechter wordt verkregen. De wetgever heeft hierbij als uitgangspunt gehad de 'genotszekerheid' voor de huurder zeker te stellen (Moerman, 2009). In andere woorden, de winkelier, die sterk locatieafhankelijk is voor de resultaten van zijn onderneming, moet beschermd worden tegen de 'sterkere' verhuurder. In principe is er, bij aangaan van de huurovereenkomst, buiten de beperkingen van de wet, volledige contractvrijheid. Twee dwingende bepalingen die binnen de context van deze scriptie nader toegelicht moeten worden zijn huurtermijnbescherming en huurprijsherziening.

De huurtermijnbescherming voor winkelruimte heeft een sterk beschermend karakter voor de huurder. De huurtermijn van een middenstandbedrijfsruimte (hierna: winkel) is voor een standaard periode van 5 jaar, te verlengen met nog 5 jaar (het 5+5 regime). Na de 5+5 jaar, in jaar 10, wordt de overeenkomst van rechtswege voor onbepaalde tijd (art. 7:292 BW).

De bescherming volgt uit de opzegmogelijkheden voor de huurder en de verhuurder. Het is de huurder toegestaan op te zeggen met 1 jaar opzegtermijn per einde van de eerste twee 5-jarige termijnen. Wanneer de overeenkomst voor onbepaalde tijd loopt (na 10 jaar), kan elk moment worden opgezegd, met in acht neming van de opzegtermijn van 1 jaar. Ook verhuurder kan opzeggen per de 5-jarige termijnen en in geval van onbepaalde tijd, op elk moment (art. 7:293 BW). De verhuurder moet echter wettelijke opzeggingsgronden aanleveren (i.e. waarom er opgezegd wordt). Indien de huurder niet ingestemd met de opzeggingsgronden moet er een onherroepelijke beslissing volgen. De wettelijke opzeggingsgronden zijn (art. 7:296 BW):

- Geen goede bedrijfsvoering
- Dringend eigen gebruik (e.g. renovatie)
- Weigering redelijk aanbod (alleen per einde tweede 5-jarige termijn)
- Verwezenlijking bestemmingsplan (alleen per einde tweede 5-jarige termijn)
- Belangenafweging (alleen per einde tweede 5-jarige termijn)

De uitzondering op deze termijnbescherming is een proefperiode van maximaal de eerste 2 jaar waarbinnen tussen huurder en verhuurder met meer vrijheid de opzegtermijn en methode kunnen bepalen.

Betreffende huurprijsherziening luidt BW 7:303 lid 1 als volgt:

Zowel de huurder als de verhuurder kunnen vorderen dat de rechter de huurprijs, zo deze niet overeenstemt met die van vergelijkbare bedrijfsruimte ter plaatse, nader zal vaststellen:

a. indien de overeenkomst voor bepaalde tijd geldt, na afloop van de overeengekomen duur;

b. in alle andere gevallen, telkens wanneer tenminste vijf jaar zijn verstreken sinds de dag waarop de laatste door partijen vastgestelde huurprijs is ingegaan of waarop de laatste door de rechter vastgestelde huurprijs is gevorderd.

In andere woorden, zowel de huurder als de verhuurder mogen na aflopen van de eerste huurtermijn (i.e. minimaal de eerste 5 jaar, of langer indien afgesproken) een huurprijsaanpassing vorderen bij de rechter. Daarna mag elke 5 jaar een nieuwe herziening aangevraagd worden. Zoals uit de rest van artikel 7:303 BW blijkt, is de grondslag voor de aanpassing van de huurprijs de huur over een referentieperiode van de 5 voorlopende jaren, voor vergelijkbare bedrijfsruimte, ter plaatse.

Tussentijds opsommend kan gesteld worden dat voor winkelruimte er contractuele vrijheid is bij aanvang maar dat er in de wet beschermende bepalingen zijn opgenomen waar niet ten nadele van de huur van mag worden afgeweken. De relevantie voor omzethuur is een samenspel van het hiervoor beschreven. Hierna zal nader worden ingegaan op de implicaties.

2.8.3. Huurprijsherziening en omzethuur

Initieel hebben huurder en verhuurder contractuele vrijheid, buiten de bescherming van de wet, wat betreft de voorwaarden van de huurovereenkomst. Het staat de huurder en verhuurder dan ook vrij een huurovereenkomst op basis van omzethuur overeen te komen. De crux zit echter in de huurprijsherziening; omzethuur rijmt niet met het wettelijke stelsel (Swart, 2016).

Zoals hiervoor beschreven hebben zowel huurder als verhuurder het recht de rechter te verzoeken de huurprijs te herzien na de eerste huurperiode. De rechter dient dit te doen op basis van de in 7:303BW vastgelegde maatstaf van huurprijzen voor vergelijkbare bedrijfsruimtes, ter plaatse en over de voorafgaande 5 jaar (Swart, 2016). Het is de rechter echter niet verplicht, indien initieel een huurovereenkomst op basis van omzethuur is overeengekomen (i.e. binnen contractuele vrijheid), bij een huurprijsherzieningsprocedure de omzethuur opnieuw vast te stellen. Niettegenstaande kan de rechter ervoor kiezen de omzethuur over te zetten naar een vaste huurprijs. Dit is geval indien een huurovereenkomst wordt verlengd van rechtswege (i.e. binnen de overeenkomst is niets vermeld over verlenging of wanneer het voor onbepaalde tijd loopt). De rechter kan wel rekening te houden met omzet gerelateerde factoren indien partijen een vorm van omzethuur zijn overeengekomen (Swart, 2016). Dit is het geval wanneer er sprake is van een contractuele verlenging (i.e. huurovereenkomsten waarin is verlengingsvoorwaarden zijn opgenomen na ommekomst van de eerste periode). Dat is vastgesteld als 'bijzondere omstandigheid' door de Hoge Raad in arrest Gamba/Mespan II (1993). Generaliserend geldt dat partijen alleen in de eerste huurperiode zijn verzekerd van omzethuur indien deze is afgesloten. Bij een huurprijsherziening zijn zij overgeleverd aan de rechter en de ruime beoordelingsvrijheid die zij geniet. Dit wordt versterkt door het feit dat er niet ten nadele van de huurder mag worden afgeweken. Kortom, nadelen zoals genoemd in paragraaf 2.7.1. van dit onderzoek kunnen in de weg staan van huurprijsherziening met in acht neming van de omzetcomponent.

Niettegenstaande, wanneer er in de huurprijsherzieningsprocedure toch wordt besloten om de omzetcomponent te behouden, blijft het struikelblok bestaan dat wettelijk geen mogelijkheid bestaat tot vaststellen van omzethuur. De nieuwe huurprijs moet namelijk worden vastgesteld op basis van

vergelijkbare objecten ter plaatse. Indien daar geen omzethuren van toepassing zijn of wanneer er alleen omzethuren bekend zijn van objecten die niet vergelijkbaar zijn, wordt het voor de rechter een lastige taak om de nieuwe huurprijs zuiver vast te stellen. De omzethuur verschilt namelijk per type huurder. Zo heeft een supermarkt een ander verdienmodel dan een restaurant, met afwijkende marges en inkoopkosten. Zelfs tussen bijvoorbeeld restaurants kan een groot verschil bestaan in het verdienmodel. Restaurants hebben verschillende marges (e.g. inkoopkosten en personeelskosten wijken af tussen high-end restaurants en een fastfood restaurant). Bij aanvang van de huurovereenkomst wordt de hoogte van de omzet huurprijs door onderhandeling geoptimaliseerd. Indien deze opnieuw moet worden vastgesteld is het een grote uitdaging voor de rechter.

2.8.4. Oplossingen frictie huurprijsherziening en omzethuur

Teneinde het risico uit te sluiten, of in ieder geval te verminderen dat omzethuur in een huurherzieningsprocedure wordt omgezet naar vaste huur, zijn de volgende oplossingen denkbaar (Eeken en de boer, 2004; Swart, 2016)

- De contractuele verlenging vaststellen in de huurovereenkomst teneinde verlenging op basis van de wet uit te sluiten. Dit, zodat de rechter rekening kan houden met de omzetcomponent in de initiële huurovereenkomst.
- Een huurovereenkomst afsluiten met een lange initiële huurperiode. Eventueel kan dit gecombineerd worden met tussentijdse break-opties. Nadeel hiervan is wel een lange verplichting van beide partijen.
- Afspreken dat de huurprijs in zijn geheel niet wordt gewijzigd.
- Voor het aangaan van de huurovereenkomst goedkeuring vragen bij de rechter op afwijkende bedingen (art. 7:291 BW). Zo kan met meer vrijheid een voor beide partijen passende huurovereenkomst worden afgesloten. Bijvoorbeeld kan een eindige huurovereenkomst worden bedongen met 1 huurperiode (e.g. een 10-jarige huurovereenkomst die navolgend eindigt en welke een omzethuurcomponent bevat). Hierdoor wordt huurherziening uitgesloten want er is maar 1 periode.
Ook is het mogelijk een overeenkomst af te sluiten (via de rechter) met een deel vaste huurprijscomponent (die herzienbaar is) en een deel omzethuurcomponent (die niet herzienbaar is).

Door aandacht te hebben voor bovenstaande oplossingen bij het aangaan van een nieuwe huurovereenkomst, kan omzethuur met minder risico worden toegepast.

2.8.5. Afwijking van bepalingen en praktijk

In paragraaf 2.7.4. zijn oplossingen geboden die leiden tot risicoreductie bij toepassing van omzethuur. De laatste oplossingsrichting zoekt deze in een voortijdige goedkeuring door de rechter tot afwijking van de bepalingen die onder dwingend recht vallen (art. 7:291 BW). In lid 3 van het voornoemde artikel wordt het volgende gesteld:

Ieder van de partijen kan een zodanige goedkeuring verzoeken. De goedkeuring wordt alleen gegeven indien het beding de rechten die de huurder aan deze afdeling ontleent, niet wezenlijk aantast of diens maatschappelijke positie in vergelijking met die van de verhuurder zodanig is dat hij de bescherming van de onderhavige afdeling in redelijkheid niet behoeft.

De rechter beoordeelt in deze of 1) de maatschappelijke positie van de huurder bescherming behoeft en 2) of diens rechten wezenlijk worden aangetast. Deze twee beoordelingscriteria staan niet los van elkaar maar gelden cumulatief (Kerpestein, 2012; Bekrvens, 2015). Dit zorgt ervoor dat een sterke positie van de huurder minder snel automatisch zal leiden tot een aantasting van diens rechten (Bekrvens, 2015).

Inzake grond 1 (de maatschappelijke positie) blijkt uit de jurisprudentie dat volgende parameters kunnen bijdragen aan een goedkeuring (niet uitsluitende lijst, Eeken et al, 2012)

- *'de huurder is een landelijk opererende onderneming';*
- *'de huurder heeft een groot aantal winkels/filialen';*
- *'de huurder heeft een aanzienlijke omzet';*
- *'de huurder heeft een groot aantal personeelsleden';*
- *'de huurder heeft een internationaal karakter';*
- *'de huurder heeft voldoende financieel incasservermogen in het licht van gedane investeringen';*
- *'de huurder is niet (of nauwelijks) afhankelijk van de verhuurder in bedrijfseconomisch en/of financieel perspectief';*
- *'de huurder is voor zijn bedrijfsvoering niet in overwegende mate afhankelijk van voortzetting van de betreffende huurovereenkomst';*
- *'de huurder is deskundig op het gebied van huur/verhuur (zelf of ingehuurde expertise)';*
- *'de huurder heeft een wezenlijke invloed gehad op de totstandkoming van de huurovereenkomst' en*
- *'de huurder doet al jarenlang zaken met de verhuurder'.*

Het is onduidelijk waar exact de scheidslijn ligt. In geval van uitersten met aan de ene kant de startende ondernemer en aan de andere kant een grote internationale retailer, is het eenvoudiger te bepalen, maar alles er tussenin lijkt een arbitrair gebied.

Inzake grond 2 (wezenlijke aantasting van de rechten van de huurder) zijn de volgende argumenten aan te leveren (van Eeken et al, 2012):

- Indien de huurder niet of nauwelijks investeert in het gehuurde en/of voor de investering wordt gecompenseerd is een sterk argument voor afwijking.
- Er wordt afgewogen in hoeverre de huurder zich bewust is van de gevolgen voor zijn rechtspositie door afwijking. Tevens speelt mee of de huurder juridische bijstand heeft genoten.
- Voordelen die de huurder geniet door de afwijking worden meegenomen.
- Ten slotte wordt er beoordeeld of er een mogelijkheid bestaat middels een minder verregaande afwijking van de rechtsbescherming, hetzelfde doel te bereiken.

In de praktijk komt een goedkeuring tot afwijking door de rechter vaak voor. De omzetcomponent wordt op deze manier gewaarborgd.

2.9. Casusanalyse

Nu de effecten van de IFRS op de balans, de resultatenrekening uiteen is gezet, is het nuttig dit toe te lichten met een tweetal voorbeeldcasussen en daarmee de verschillen inzichtelijk te maken. Deze zullen als basis gelden voor de hierna uit te voeren optieberekening. Beide huurders hanteren de IFRS en zullen derhalve de IFRS 16 standaard moeten implementeren. Data in de casussen is geanonimiseerd; de gegevens die ten grondslag liggen aan de huurovereenkomst zijn echter actueel en relevant. Alleen parameters die relevant zijn voor de discussie worden besproken. Parameters die voor het aantonen van verschillen niet essentieel zijn en ook vertrouwelijk zijn, worden door middel van een fictie/aanname zo realistisch mogelijk benaderd.

2.9.1. Casus huurder A:

Huurder A is een internationale modeketen met meer dan 1.500 winkels. Huurder A is per juni 2012 een huurovereenkomst aangegaan voor 10 jaar. Hoog Catharijne was destijds het eigendom van het beursgenoteerde bedrijf, Corio. In 2015 is Corio door de Franse branchegenoot, Klépierre overgenomen. Hierdoor zijn alle overeenkomsten ook overgenomen. De rechtsvoorganger, Corio, was in 2012 gestart met de herontwikkeling van het winkelcentrum Hoog Catharijne. Het winkelcentrum functioneerde in principe goed, maar was sterk gedateerd. Een integrale renovatie gecombineerd met een uitbreiding van het winkeloppervlak naar circa 80.000 vierkante meter werden in 2012 gestart en

zijn momenteel nog steeds in uitvoering. Momenteel heeft Hoog Catharijne circa 26 miljoen bezoekers per jaar en is daarmee het meest frequent bezochte winkelcentrum van Nederland. Deze grote bezoekersaantallen resulteren uit zowel gerichte bezoekers van het centrum alsmede uit forenzen die gebruik maken van het centrum als looproute omdat het belendend ligt aan het centraal station van Utrecht. Teneinde tot een voorbeeldbalans te komen zijn op basis van in dit hoofdstuk beschreven onderwerpen verschillende parameters nodig. Zaken die niet inzichtelijk zijn zullen expliciet worden aangenomen voor zover dit geen invloed heeft op de doelstelling van dit onderzoek. De onderstaande voorbeeldbalans wordt, ten behoeve van vergelijkbaarheid later in dit onderzoek met de optiepremie, weergegeven per het eerstvolgende - eenzijdige - keuzemoment voor de huurder, zijnde de opzegmogelijkheid per 31 mei 2022 (hierna de peildatum huurder A). Omdat de IFRS 16 standaard per 1 januari 2019 van toepassing is, is er in geval van het scenario van operationele huur sprake van een fictieve verwerking ten behoeve van het inzichtelijk maken van het verschil.

- Het gehuurde betreft winkelruimte van circa 3.200 vierkante meter bruto vloeroppervlak en dient ook als dusdanig te worden gebruikt.
- De huurovereenkomst is aangegaan voor 10 jaar met een mogelijkheid voor de huurder om te verlengen met nog eens 5 jaar, derhalve respectievelijk tot 31 mei 2022 en 31 mei 2027. Verhuurder heeft de mogelijkheid tot opzegging per 31 mei 2027 (i.e. op basis van wettelijke opzeggronden). Partijen hebben een wederzijdse opzegmogelijkheid per 31 maart 2019 indien de fictieve omzet van EUR 6,5 miljoen niet gehaald wordt.
- De jaarlijks verschuldigde definitieve huurprijs bestaat uit het hoogste bedrag van de (geïndexeerde) minimumhuurprijs dan wel de omzethuurprijs.
- De omzethuurprijs is vastgesteld op 10% van de door de huurder behaalde jaarlijkse omzet.
- Onder omzet wordt verstaan:
 - o Alle verkochte, verhuurde, geleaste of op andere wijze vervreemde zaken, waaronder begrepen waardebonnen of tegoedbonnen, en/of
 - o Alle overige transacties, ongeacht hun aard, indien en voor zover deze tot stand zijn gekomen vanuit de in het gehuurde gedreven onderneming.
- De definitieve huurprijs wordt na afloop van ieder kalenderjaar door verhuurder vastgesteld aan de hand van de door de huurder aangeleverde omzet. De gegevens moeten zijn voorzien van een accountantsverklaring.
- Teneinde de onder 2.7.3 van deze scriptie genoemde frictie tussen huurprijsherziening en omzethuur uit te sluiten is via de kantonrechter goedkeuring gevraagd om een huurprijsherziening zoals bedoeld in art. 7:303 burgerlijk wetboek uit te sluiten op basis van art. 7:291 lid 2 burgerlijk wetboek. De huurovereenkomst was voorwaardelijk op basis van verkrijging goedkeuring van de kantonrechter. Dit geldt echter alleen voor de omzetcomponent. Voor de minimumhuurprijs geldt wel de huurprijsherziening.

Verdere inputparameters voor de casus:

- Er wordt gewerkt met de netto huur, derhalve exclusief BTW, servicekosten en promotiekosten. Deze aanvullende lasten op de huur worden normaliter wel op de balans en resultatenrekening verwerkt, maar vallen in dit geval buiten de scope van dit onderzoek.
- Daar de toekomstige huurindexatie nog niet bekend is, wordt uitgegaan van 1,5% procent. Dit is in lijn met de middellange termijn inflatieprognose het centraal planbureau (CPB, 2018).
- Teneinde de disconteringsvoet te benaderen die gehanteerd voor de contante waarde berekening wordt de incrementele rente gehanteerd. Zoals hiervoor beschreven is een gewogen rente op basis van de schuldgraad, de rente voor een hypothecaire lening en de rente voor een niet gezeekerde lening. Deze parameters zijn niet eenvoudig vast te stellen omdat deze volledig afhankelijk zijn van de kredietwaardigheid van de onderneming, het type vastgoed (risico) dat als onderpand dient, de schuldgraad (welke op de beurt weer afhankelijk is van de kwaliteit van het vastgoed), de termijn van de lening, etc. Het is dus maatwerk.

Teneinde de methode van het bepalen van de incrementele rente te illustreren, worden de onderstaande (realistische) aannames/benaderingen gehanteerd:

- De schuldgraad (loan-to-value): De schuldgraad die gehanteerd wordt verschilt tussen het risicoprofiel van de aanvrager/gebruiker. Een core(plus) belegger zal een schuldgraad van circa 40% optimaal achten, terwijl een opportunistische belegger een schuldgraad van minimaal 60% opportuun acht (Diekerhoff, 2017; INREV, 2012). Verder stelt Welters (2018) dat de maximale schuldgraad 75% is. Het is echter onduidelijk voor welk type vastgoed dit geldt. In dit onderzoek wordt aangenomen dat een schuldgraad van 60% aannemelijk is.
- Rentetarief hypothecaire financiering: Momenteel (d.d. 31 augustus 2018) is het rentetarief historisch laag met een 3-maands Euribortarief van minus 0,319% (i.e. korte rente) en een 10-jaar staatslening van 0,445% (i.e. lange rente of kapitaalmarktrente). Echter, er zal gekeken moeten worden naar de middellange termijn verwachting daar de peildatum van deze casus in 2022 ligt en daarna de impliciete rente berekend moet worden aan de hand van een looptijd van 5 jaar. De Europese Centrale Bank (ECB) heeft aangekondigd te stoppen met het opkoopprogramma van obligaties. De ECB heeft verder aangekondigd niet op de korte termijn de rente te zullen verhogen. De ABN (2018) geeft aan dat er een renteverhoging verwacht wordt in 2019 en dat de 10-jaars rente zal oplopen van 0,429% tot 0,9% per eind 2019.
Momenteel worden door Dominvest, een voordelige aanbieder van hypothecaire financieringen voor commercieel vastgoed (i.e. commercieel verhuurde woningen, eventueel met een niet-woning component), de in annex 1 opgenomen rentetarieven gehanteerd. In ogeschouw nemende dat het commercieel vastgoed betreft met een relatief laag risicoprofiel (i.e. woningen), kan de rente van 3,6%, bij een schuldgraad van 60% en een looptijd van 5 jaar, worden gezien als het minimumtarief.
- Rentetarief reguliere financiering: Deze parameter is volledig maatwerk en is volledig afhankelijk van de free cashflow. De ING-bank geeft de in bijlage 1 opgenomen rentetarieven voor rentevaste leningen voor zakelijke klanten. Met een bandbreedte tussen 1,2% en 12,25% voor een 5-jaars lening is elke aanname arbitrair. Derhalve wordt deze gelijk gesteld aan het rentetarief voor de hypothecaire financiering.

De incrementele rente van 3,6% wordt als volgt berekend:

	Weging	Rente	Gewogen rente
Hypothecaire financiering (schuldgraad)	60%	3,60%	2,16%
Reguliere financiering	40%	3,60%	1,44%
Totaal	100%		3,60%

Figuur 4: Incrementele rente

- Teneinde het voorbeeld vereenvoudigd te houden, wordt ervan uitgegaan dat Huurder A een aflossingsvrije lening heeft van EUR 1.000.000,- tegen een rentepercentage gelijk aan de incrementele rentevoet welk gedebiteerd wordt aan de kas.
- De brutomarge van de onderneming is onduidelijk daar er geen jaarverslag beschikbaar is. De bruto winstmarge van een vergelijkbare grote fashion retailer, Inditex, is circa 56,7% in 2017 (Inditex, 2017). In deze casus wordt een brutomarge van 57% gehanteerd.
- In dit vereenvoudigde voorbeeld wordt uitgegaan van 25% vennootschapsbelasting en per 1 juni 2022 een eigen vermogen van EUR 100 mln., een concernomzet in de beschouwing periode van EUR 30 mln. en een kassaldo per 31 mei 2022 van EUR 1 mln. Ten slotte wordt ten behoeve van de terugbrengverplichting gerekend met EUR 160.000 euro op basis van EUR 50,- per vierkante meter.

De navolgende twee scenario's worden uitgewerkt om de effecten op de balans en resultatenrekening voor operationele huur en financiële huur inzichtelijk te maken.

1. De minimale huur bij aanvang van de nieuwe huurovereenkomst voor huurder A is EUR 1.200.000. Daarnaast is een omzetpercentage van 10% afgesproken. De fictieve omzet voor jaar 1 van de nieuwe huurovereenkomst is EUR 8.000.000. Door deze combinatie van factoren wordt de omzetcomponent niet geactiveerd en zal alleen de minimale huurprijs in rekening worden gebracht (Tabel 3)
2. De minimale huur bij aanvang van de nieuwe huurovereenkomst voor huurder A is EUR 900.000. Daarnaast is een omzetpercentage van 15% afgesproken. De fictieve omzet voor jaar 1 van de nieuwe huurovereenkomst is EUR 8.000.000. Voor de vergelijkbaarheid zijn de totale huurkosten in dit scenario gelijk aan scenario 1. Door deze combinatie van factoren wordt de omzetcomponent wel geactiveerd en zal naast de minimale huurprijs (A4) ook een omzetcomponent (A13) in rekening worden gebracht (Tabel 4).

De navolgende tabel 3 geeft alleen de uitwerkingen weer van de balans en de resultatenrekening in geval van operationele huur en financiële huur. Voor de volledige uitwerking wordt verwezen naar bijlage 2.

Operationele huur				Financiële huur			
Balans 'Huurder A' 01-06-2022				Balans 'Huurder A' 01-06-2022			
Vaste activa (A2)	€ 0	Eigen vermogen	€ 100.000.000	Vaste activa (right of use) (A3)	€ 5.839.756	Eigen vermogen	€ 100.000.000
Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen	€ 1.000.000	Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen	
Liquide middelen (kas)	€ 1.000.000			Liquide middelen (kas) (A13)	€ 540.000	Huurverplichting (A4)	€ 5.379.756
						Lening	€ 1.000.000
	€ 101.000.000		€ 101.000.000		€ 106.379.756		€ 106.379.756
Resultatenrekening jaar 1				Resultatenrekening jaar 1			
Omzet concern	30.000.000	Solvabiliteit (A5)	Ratio's initieel 99%	Omzet concern	30.000.000	Solvabiliteit (A8)	Ratio's initieel 94%
Kostprijs omzet	(12.900.000)	Schuld/EBITDA (A6)	9%	Kostprijs omzet	(12.900.000)	Schuld/EBITDA (A9)	53%
Bruto winst	17.100.000			Bruto winst	17.100.000		
Huurkosten (A1)	(1.200.000)	Interest cover (A7)	303	Huurkosten	-	Interest cover (A10)	52
Overig	(5.000.000)			Overig	(5.000.000)		
Bruto oper. Resultaat (EBITDA)	10.900.000			Bruto oper. Resultaat (EBITDA)	12.100.000		
Afschrijving	0			Afschrijving (A11)	(1.167.951)		
Netto oper. Resultaat (EBIT)	10.900.000			Netto oper. Resultaat (EBIT)	10.932.049		
Interestkosten	(36.000)			Interestkosten (A12)	(231.683)		
Winst voor belasting	10.864.000			Winst voor belasting	10.700.366		
Belasting	(2.716.000)			Belasting	(2.675.092)		
Winst na belasting	8.148.000			Winst na belasting	8.025.275		
Balans 'Huurder A' 31-05-2023				Balans 'Huurder A' 31-05-2023			
Vaste activa	€ 0	Eigen vermogen	€ 108.148.000	Vaste activa (right of use)	€ 4.671.804	Eigen vermogen	€ 108.025.275
Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen	€ 1.000.000	Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen:	
Liquide middelen (kas)	€ 9.148.000			Liquide middelen (kas) (A13)	€ 8.728.908	Huurverplichting	€ 4.375.438
						Lening	€ 1.000.000
	€ 109.148.000		€ 109.148.000		€ 113.400.713		€ 113.400.713

Tabel 3: Huurder A scenario 1

Er kan gesteld worden dat de balans zwaarder is in het scenario van financiële huur door het toevoegen van de huurverplichting (A4) en de ROU (A3). Tevens vindt er een verschuiving plaats in de resultatenrekening. Waar bij operationele huur de huurkosten (A1) de EBITDA drukten, vallen deze bij financiële huur daarbuiten waardoor de EBITDA stijgt. Wat betreft de in dit hoofdstuk genoemde ratio's is het volgende zichtbaar. De solvabiliteitsratio daalt (A5>A8), de schuld/EBITDA stijgt (A6<A9) ratio en de interest cover daalt (A7<A10). Dit komt overeen met de verwachtingen geschetst in dit hoofdstuk.

De navolgende tabel 4 geeft alleen de uitwerkingen weer van de balans en de resultatenrekening in geval van operationele huur en financiële huur. Voor de volledige uitwerking wordt verwezen naar bijlage 3.

Operationele huur				Financiële huur			
Balans 'Huurder A' 01-06-2022				Balans 'Huurder A' 01-06-2022			
Vaste activa (A2)	€ 0	Eigen vermogen	€ 100.000.000	Vaste activa (right of use) (A3)	€ 4.419.817	Eigen vermogen	€ 100.000.000
Viottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen	€ 1.000.000	Viottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen	€ 4.034.817
Liquide middelen (kas)	€ 1.000.000			Liquide middelen (kas) (A13)	€ 615.000	Huurverplichting (A4)	€ 1.000.000
						Lening	
	€ 101.000.000		€ 101.000.000		€ 105.034.817		€ 105.034.817
Resultatenrekening jaar 1				Resultatenrekening jaar 1			
			Ratio's initieel				Ratio's initieel
Omzet concern	30.000.000	Solvabiliteit (A5)	99%	Omzet concern	30.000.000	Solvabiliteit (A8)	95%
Kostprijs omzet	(12.900.000)			Kostprijs omzet	(12.900.000)		
Bruto winst	17.100.000	Schuld/EBITDA (A6)	9%	Bruto winst	17.100.000	Schuld/EBITDA (A9)	43%
Huurkosten (A1)	(1.200.000)	Interest cover (A7)	303	Huurkosten (A13)	(300.000)	Interest cover (A10)	64
Overig	(5.000.000)			Overig	(5.000.000)		
Bruto oper. Resultaat (EBITDA)	10.900.000			Bruto oper. Resultaat (EBITDA)	11.800.000		
Afschrijving	0			Afschrijving (A11)	(883.963)		
Netto oper. Resultaat (EBIT)	10.900.000			Netto oper. Resultaat (EBIT)	10.916.037		
Interestkosten	(36.000)			Interestkosten (A12)	(184.102)		
Winst voor belasting	10.864.000			Winst voor belasting	10.731.934		
Belasting	(2.716.000)			Belasting	(2.682.984)		
Winst na belasting	8.148.000			Winst na belasting	8.048.951		
Balans 'Huurder A' 31-05-2023				Balans 'Huurder A' 31-05-2023			
Vaste activa	€ 0	Eigen vermogen	€ 108.148.000	Vaste activa (right of use)	€ 3.535.853	Eigen vermogen	€ 108.048.951
Viottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen	€ 1.000.000	Viottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen:	€ 3.282.919
Liquide middelen (kas)	€ 9.148.000			Liquide middelen (kas) (A13)	€ 8.796.016	Huurverplichting	€ 1.000.000
						Lening	
	€ 109.148.000		€ 109.148.000		€ 112.331.870		€ 112.331.870

Tabel 4: Huurder A scenario 2

Ten slotte is in scenario 2 zichtbaar hoe de omzethuurcomponent wordt verwerkt in de resultatenrekening (A13). In dit scenario zijn de totale netto huurlasten gelijk gehouden aan scenario 1 door de combinatie van een lagere minimale huur en een omzetcomponent. Opmerkelijk in scenario 2 is dat dezelfde feitelijke huurlast in deze combinatie tot een volledig andere balans en resultatenrekening leidt in geval van financiële huur. Ten opzichte van scenario 1 is de balans aanzienlijk minder zwaar, veranderen de ratio's minder hard en is er tevens sprake van een hoger resultaat. Kortom, er is sprake van voordelen die wederom de vraag oproepen of hiervoor een compensatie betaald zou moeten worden aan de verhuurder.

2.9.2. Casus huurder B:

Voortbouwend op de casus en parameters uiteengezet voor huurder A, wordt in deze paragraaf een aanvullende casus beschreven van huurder B. Huurder B is eveneens een internationale modeketen die binnen het Hoog Catharijne complex huurt. In onderstaande casus wordt niet opnieuw ingegaan op de parameters die voor beide casussen gelijk zijn of niet tot de kern van de casus behoren.

- Het gehuurde betreft winkelruimte van circa 2.600 vierkante meter bruto vloeroppervlak en dient ook als dusdanig te worden gebruikt.
- De huurovereenkomst is per 1 september 2012 aangegaan voor 10 jaar, tot en met 30 augustus 2022, met een mogelijkheid voor de huurder om met 5 jaar te verlengen. De onderstaande voorbeeldbalans wordt, ten behoeve van vergelijkbaarheid later in dit onderzoek met de optiepremie, weergegeven per het eerstvolgende - eenzijdige - keuzemoment voor de huurder, zijnde de opzegmogelijkheid per 30 augustus 2022 (hierna de peildatum huurder B). Omdat de IFRS 16 standaard per 1 januari 2019 van toepassing is, is er in geval van het scenario van operationele huur sprake van een fictieve verwerking ten behoeve van het inzichtelijk maken van het verschil.
- De jaarlijks verschuldigde definitieve huurprijs bestaat uit het hoogste bedrag van de (geïndexeerde) minimumhuurprijs dan wel de omzethuurprijs.
- De omzethuurprijs is vastgesteld op 10% van de door de huurder behaalde jaarlijkse omzet.
- Teneinde de onder 2.7.3 van deze scriptie genoemde frictie tussen huurprijsherziening en omzethuur uit te sluiten is via de kantonrechter goedkeuring gevraagd om een huurprijsherziening zoals bedoeld in art. 7:303 burgerlijk wetboek uit te sluiten op basis van art. 7:291 lid 2 burgerlijk wetboek. De huurovereenkomst was voorwaardelijk op basis van verkrijging goedkeuring van de kantonrechter. Dit geldt echter alleen voor de omzetcomponent. Voor de minimumhuurprijs geldt wel de huurprijsherziening.

De navolgende twee scenario's worden uitgewerkt om de effecten op de balans en resultatenrekening voor operationele huur en financiële huur inzichtelijk te maken.

1. De minimale huur bij aanvang van de nieuwe huurovereenkomst voor huurder B is EUR 1.000.000. Daarnaast is een omzetpercentage van 10% afgesproken. De fictieve omzet voor jaar 1 van de nieuwe huurovereenkomst is EUR 7.000.000. Door deze combinatie van factoren wordt de omzetcomponent niet geactiveerd en zal alleen de minimale huurprijs in rekening worden gebracht (Tabel 5)
2. De minimale huur bij aanvang van de nieuwe huurovereenkomst voor huurder A is EUR 600.000. Daarnaast is een omzetpercentage van 14,29% afgesproken. De fictieve omzet voor jaar 1 van de nieuwe huurovereenkomst is EUR 7.000.000. Voor de vergelijkbaarheid zijn de totale huurkosten in dit scenario gelijk aan scenario 1. Door deze combinatie van factoren wordt de omzetcomponent wel geactiveerd en zal naast de minimale huurprijs (A4) ook een omzetcomponent (A13) in rekening worden gebracht (Tabel 6).

De navolgende tabellen geven de uitwerkingen weer van de scenario's voor huurder B. Een met huurder A consistent effect is zichtbaar tussen de verwerking van operationele huur en financiële huur op de balans en resultatenrekening. Voor de volledige uitwerking van scenario 1 en 2 wordt verwezen naar respectievelijk bijlage 4 en 5.

Operationele huur			Financiële huur				
Balans 'Huurder B' 01-09-2022			Balans 'Huurder B' 01-09-2022				
Vaste activa (B2)	€ 0	Eigen vermogen	€ 100.000.000	Vaste activa (right of use) (B3)	€ 4.893.130	Eigen vermogen	€ 100.000.000
Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen	€ 1.000.000	Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen	
Liquide middelen (kas)	€ 1.000.000			Liquide middelen (kas) (B13)	€ 590.000	Huurverplichting (B4)	€ 4.483.130
						Lening	€ 1.000.000
	€ 101.000.000		€ 101.000.000		€ 105.483.130		€ 105.483.130
Resultatenrekening jaar 1			Resultatenrekening jaar 1			Ratio's initieel	
Omzet concern	30.000.000	Solvabiliteit (B5)	99%	Omzet concern	30.000.000	Solvabiliteit (B8)	95%
Kostprijs omzet	(12.900.000)			Kostprijs omzet	(12.900.000)		
Bruto winst	17.100.000	Schuld/EBITDA (B6)	9%	Bruto winst	17.100.000	Schuld/EBITDA (B9)	45%
Huurkosten (B1)	(1.000.000)	Interest cover (B7)	308	Huurkosten	-	Interest cover (B10)	61
Overig	(5.000.000)			Overig	(5.000.000)		
Bruto oper. Resultaat (EBITDA)	11.100.000			Bruto oper. Resultaat (EBITDA)	12.100.000		
Afschrijving	0			Afschrijving (B11)	(978.626)		
Netto oper. Resultaat (EBIT)	11.100.000			Netto oper. Resultaat (EBIT)	11.121.374		
Interestkosten	(36.000)			Interestkosten (B12)	(199.963)		
Winst voor belasting	11.064.000			Winst voor belasting	10.921.412		
Belasting	(2.766.000)			Belasting	(2.730.353)		
Winst na belasting	8.298.000			Winst na belasting	8.191.059		
Balans 'Huurder B' 30-08-2023			Balans 'Huurder B' 30-08-2023			Balans 'Huurder B' 30-08-2023	
Vaste activa	€ 0	Eigen vermogen	€ 108.298.000	Vaste activa (right of use)	€ 3.914.504	Eigen vermogen	€ 108.191.059
Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen	€ 1.000.000	Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen:	
Liquide middelen (kas)	€ 9.298.000			Liquide middelen (kas) (B13)	€ 8.923.647	Huurverplichting	€ 3.647.092
						Lening	€ 1.000.000
	€ 109.298.000		€ 109.298.000		€ 112.838.151		€ 112.838.151

Tabel 5: Huurder B scenario 1

Operationele huur			Financiële huur				
Balans 'Huurder B' 01-09-2022			Balans 'Huurder B' 01-09-2022				
Vaste activa (A2)	€ 0	Eigen vermogen	€ 100.000.000	Vaste activa (right of use) (A3)	€ 2.999.878	Eigen vermogen	€ 100.000.000
Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen	€ 1.000.000	Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen	
Liquide middelen (kas)	€ 1.000.000			Liquide middelen (kas) (A13)	€ 690.000	Huurverplichting (A4)	€ 2.689.878
						Lening	€ 1.000.000
	€ 101.000.000		€ 101.000.000		€ 103.689.878		€ 103.689.878
Resultatenrekening jaar 1			Resultatenrekening jaar 1			Ratio's initieel	
Omzet concern	30.000.000	Solvabiliteit (A5)	99%	Omzet concern	30.000.000	Solvabiliteit (A8)	96%
Kostprijs omzet	(12.900.000)			Kostprijs omzet	(12.900.000)		
Bruto winst	17.100.000	Schuld/EBITDA (A6)	9%	Bruto winst	17.100.000	Schuld/EBITDA (A9)	32%
Huurkosten (A1)	(1.000.000)	Interest cover (A7)	308	Huurkosten (A13)	(400.000)	Interest cover (A10)	86
Overig	(5.000.000)			Overig	(5.000.000)		
Bruto oper. Resultaat (EBITDA)	11.100.000			Bruto oper. Resultaat (EBITDA)	11.700.000		
Afschrijving	0			Afschrijving (A11)	(599.976)		
Netto oper. Resultaat (EBIT)	11.100.000			Netto oper. Resultaat (EBIT)	11.100.024		
Interestkosten	(36.000)			Interestkosten (A12)	(136.522)		
Winst voor belasting	11.064.000			Winst voor belasting	10.963.502		
Belasting	(2.766.000)			Belasting	(2.740.876)		
Winst na belasting	8.298.000			Winst na belasting	8.222.627		
Balans 'Huurder B' 30-08-2023			Balans 'Huurder B' 30-08-2023			Balans 'Huurder B' 30-08-2023	
Vaste activa	€ 0	Eigen vermogen	€ 108.298.000	Vaste activa (right of use)	€ 2.399.902	Eigen vermogen	€ 108.222.627
Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen	€ 1.000.000	Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen:	
Liquide middelen (kas)	€ 9.298.000			Liquide middelen (kas) (A13)	€ 9.013.124	Huurverplichting	€ 2.190.400
						Lening	€ 1.000.000
	€ 109.298.000		€ 109.298.000		€ 111.413.027		€ 111.413.027

Tabel 6: Huurder B scenario 2

2.10. Conclusie

In dit hoofdstuk is het institutionele kader van de IFRS 16 en van omzethuur geschetst. Tevens zijn de effecten van de IFRS 16 standaard uiteengezet en zijn deze onderstreept door middel van casuïstiek. Zowel het institutionele kader alsmede de casuïstiek laten zien dat de gewijzigde methodiek van IAS 17 naar IFRS 16 aanzienlijke gevolgen heeft voor de balans, de resultatenrekening alsmede voor de gekozen ratio's. In geval van stijging van de omzethuurcomponent worden de effecten minder. Eveneens kan middels dezelfde retoriek worden beargumenteerd dat de effecten verminderd worden indien kortere huurovereenkomsten worden afgesloten.

3. Theoretisch kader: Waarde van het uitsluiten van (omzet) onzekerheid

In hoofdstuk 2 is inzicht gegeven in de effecten van de IFRS 16 op de jaarrekening, in omzethuur als concept en toepassing en is uiteindelijk middels een casusanalyse de effecten gepresenteerd. Teneinde antwoord te kunnen geven op de hoofdvraag (i.e. of huurder bereid zijn een compensatie te betalen), wordt in dit navolgende hoofdstuk de volgende stap gezet ter onderbouwing van het concept. Hierbij staat in dit hoofdstuk de vraag centraal:

In hoeverre zou een huurder in theorie en bij aanvang van de huurovereenkomst met een omzetcomponent, bereid zijn de toekomstige volatiliteit in omzet af te kopen (i.e. de compensatie) teneinde geen volatiliteit in huurkosten te ondervinden?

Allereerst zal ingegaan worden op waarderingmethoden van vastgoed en de tekortkomingen daarvan. Daarna wordt optietheorie uitgelicht en het licht dat deze kan schijnen op volatiliteit van omzet. Uiteindelijk wordt de optietheorie toegepast op de in hoofdstuk 2 beschreven casussen teneinde het theoretisch effect van opties op de jaarrekening te presenteren.

3.1. Waarde en prijs

Om een transactie tot stand te doen komen is een verkopende partij en een kopende partij nodig. Beide partijen bepalen de waarde die zij toerekenen aan het goed op basis van uitgangspunten die zij ex ante (vooraf, vooruitkijkend) en subjectief hebben vastgesteld (i.e. de Oostenrijkse school; Vis, 2006). Tevens wil van deze partijen wil haar eigen positie verbeteren door handel (Vis, 2010). In het geval van individueel vastgestelde waarde wordt gesproken van de ‘beleggingswaarde’.

Van ‘marktwaaarde’ of prijs wordt gesproken wanneer de waarde wordt vastgesteld vanuit het perspectief van de markt. Door de marktwaaarde te taxeren, tracht de taxateur een *objectieve* waarde vast te stellen.

Indien de beleggingswaarde (subjectief vastgesteld door de verkoper) lager is dan de marktwaaarde, zal het goed verkocht worden om de positie te verbeteren. De inverse hiervan geldt indien de subjectief vastgestelde beleggingswaarde door koper hoger is dan de marktwaaarde (i.e. aankoop komt tot stand doordat de koper meer waarde hecht aan het goed dan de markt).

Ondanks dat dit onderzoek wordt in de kern gefocust op de subjectieve waarde van omzethuur vanuit het huurders perspectief, eisen zowel de IAS 17 als de IFRS 16 een verwerking op de balans op basis van de (lagere van) de reële waarde (i.e. marktwaaarde; Berkhout et al, 2013) of de contante waarde van de toekomstige huurtermijnen (gekapitaliseerd tegen de impliciete rentevoet). Derhalve zullen beiden begrippen worden toegepast.

3.2. Marktwaaarde

Voor de vaststelling van de waarde op een zo objectief mogelijke wijze dienen taxateurs aangesloten bij de RICS de volgende definitie te hanteren die is opgesteld door de International Valuation Standards Committee (IVSC, 2016):

‘het geschatte bedrag waartegen vastgoed zou worden overgedragen op de waardepeildatum 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.’

In de kern is de waardebeoordeling derhalve een *schatting* van een prijs op een zekere datum. Een schatting duidt op onzekerheid. Dit is logisch daar een schatting een *ex ante* (vooraf) inschatting. Of de marktwaarde overeenkomt met een transactieprijs blijkt achteraf (*ex post*).

De meest gangbare methode voor het vaststellen van de marktwaarde is de contante waarde methode of discountend cash flow (hierna: DCF). Zonder volledig in te gaan op deze methode een beknopte beschrijving: Binnen deze waarderingmethode worden de toekomstige kasstromen worden inzichtelijk gemaakt en worden vervolgens contant gemaakt tegen een vereist rendement teneinde de tot een huidige waarde te komen. Kortom, de waarde is gelijk aan de kasstromen die deze produceert in de toekomst. Een meer uitgebreide beschrijving van de methode kan worden gevonden in de literatuur (Van Gool et al, 2013).

De DCF-methode maakt een waardering transparant omdat de veronderstellingen in de kasstromen inzichtelijk gemaakt worden (French et al, 2005). Echter, wanneer de toekomstige kasstromen lastiger te voorspellen zijn en derhalve lastiger expliciet te veronderstellen, dan is een DCF-methode minder bruikbaar. Een aantal beperkingen aan de DCF-methode (Hoesli et al, 2006):

1. De DCF-methode is deterministisch van aard. Dat wil zeggen dat een vooraf vastgesteld scenario wordt berekend waarbij geen rekening wordt gehouden met onzekerheid van de verwachte kasstromen.
2. Er is sprake van een zeker cirkelredenering in geval financiering met vreemd vermogen. De disconteringsvoet wordt vastgesteld op basis van de Weighted Average Cost of Capital (hierna WACC) van een gereede koper. In geval van vreemd vermogen is enerzijds de marktwaarde nodig om de WACC te bepalen en anderzijds wordt de WACC gebruikt voor het bepalen van de rendementseis (Fronik, 2016).
3. De disconteringsvoet blijft constant gedurende de beschouwingsperiode. Dit hoeft niet altijd de werkelijkheid weer te geven. Dit hoeft niet correct te zijn. Het kan namelijk zijn dat prijswijziging niet resulteert uit mutatie van de kasstromen, maar uit mutatie van rendement (Fama et al, 1989). Verder wordt door Geltner et al (1995) aangetoond dat de risicopremie varieert door te tijd. Verder lijkt deze afhankelijk van algemene economische omstandigheden (Fronik, 2016).

Ondanks dat methoden voor handen zijn om onzekerheid te kwantificeren zodat deze ingepast kan worden in de DCF-methode, blijft deze afhankelijk van de competentie van de gebruiker om de toekomstige kasstroom te kwantificeren/voorspellen (Comeau, 2009).

De markt wordt in werkelijkheid meer gekarakteriseerd door veranderingen en onzekerheid waardoor gedurende de periode keuzes gemaakt moeten/kunnen worden die afwijken van de eerdere keuzes (Trigeorgis, 1993). Indien alleen vastgehouden wordt aan de DCF-methode zal mogelijkwerwijs onderwaardering ontstaand doordat renderende alternatieven niet ingecalculerd worden (Garvin, 1982). Optietheorie is vanwege haar meer stochastische aard beter in staat om te gaan met flexibiliteit en onzekerheid door tussentijdse sturing. Kulatilaka (1993) stelt dat (reële) optiemethoden, in staat zijn flexibiliteit en de effecten daarvan op onzekerheid te kwantificeren en hiermee ook de waardering van flexibiliteit. Belangrijker, het blijkt dat volatiliteit van prijs een belangrijke determinant is voor een investering. Wel dient benadrukt te worden dat in de analyse van investering of verplichting de combinatie tussen een DCF-methode en de optiemethode aan te raden is. Waar de DCF methode een neiging tot onderwaardering heeft, heeft de optie-methode de neiging tot overwaarderen. Hoe sterker het verschil is tussen beiden methoden (e.g. de DCF-methode geeft een negatieve waarde en de optie-methode is positief), des te meer zal op managementkeuzes geleund moeten worden om de waarde te realiseren (Macmillan et al, 2004). Een combinatieanalyse van DCF en optietheorie valt buiten de scope van dit onderzoek. Concluderend, indien de effecten van onzekerheid (i.e. in dit onderzoek onzekerheid van omzet) gemeten moeten worden, lijkt optietheorie de meer passende methode. Hierna zullen allereerst (kort) financiële opties beschreven worden alvorens de sprong te maken naar reële opties en omzethuur.

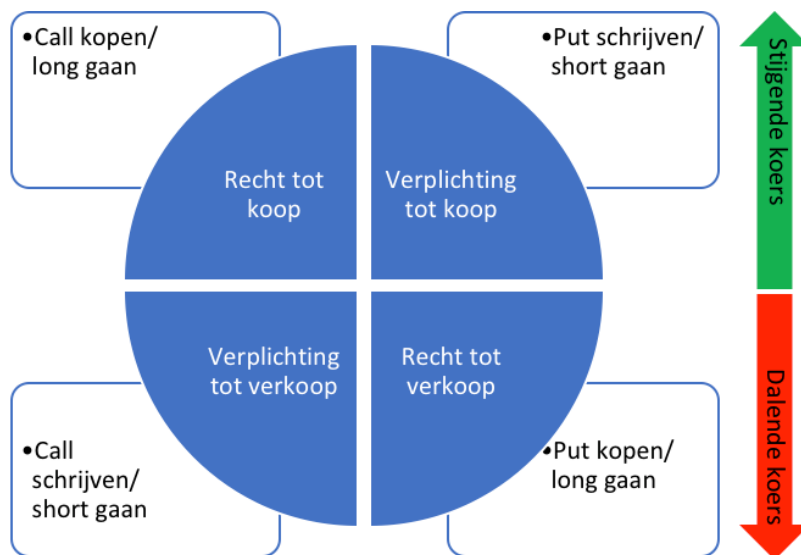
3.1. Financiële opties

Teneinde tot reële optietheorie te komen zal in deze paragraaf eerst nader ingegaan worden op financiële opties.

Binnen een optiecontract zijn er twee partijen; de koper van de optie (de houder) en de verkoper. Een financiële optie is een derivaat en betreft een contract dat een recht vertegenwoordigt voor de houder van de optie om een goed met een waarde tegen een vooraf afgesproken uitoefenprijs op (of voor) een afgesproken expiratiedatum, te kopen of te verkopen. Een derivaat is een financieel instrument waarvan de waarde wordt bepaald door andere, onderliggende variabelen (Hull, 2012). Een voorbeeld van een onderliggende variabele zijn de prijzen van verhandelde aandelen.

Er zijn twee typen financiële opties; een calloptie en een putoptie. Een calloptie geeft de houder van de optie het recht om het onderliggende aandeel te kopen geeft de verkoper de verplichting tot leveren op een afgesproken datum tegen een afgesproken prijs. Een putoptie is de inverse hiervan, waarbij de houder het recht heeft het onderliggende aandeel te verkopen en de verkoper van de put optie heeft de verplichting tot koop op een afgesproken datum tegen een afgesproken prijs (Hull, 2012). De afgesproken prijs is de uitoefenprijs (strike price). Betreffende de afgesproken datum (de expiratiedatum) is er nog een verdere nuance te maken tussen een Amerikaanse optie en een Europese optie. De Amerikaanse optie kan op elk moment voor de expiratiedatum uitgeoefend worden waar de Europese alleen op de expiratiedatum zelf uitgeoefend kan worden. Het is belangrijk te benadrukken (en hierin komt ook een verschil met andere derivaten naar voren) dat de koper van een optie een recht betreft en niet een verplichting. De houder is derhalve niet verplicht het optierecht uit te oefenen. Echter, voor de aankoop van dit optierecht wordt wel een vergoeding betaald in de vorm van een premium. De premium is de waarde van het optierecht.

Kortom, voor iedereen die een optie schrijft (verkoper van het recht) staat iemand die het recht koopt. Respectievelijk wordt hiernaar gerefereerd als 'short' gaan en 'long' gaan. In figuur 6 worden de hiervoor genoemde begrippen schematisch weergegeven.



Figuur 6: Schematische weergave call- en putopties.

Stel 'A' is de eigenaar van een aandeel 'X' en 'B' is potentiële koper. Het is januari en B verwacht dat de koers van een aandeel X zal stijgen en koopt van A het recht tot koop (call long) voor een premiebedrag van €10,- per aandeel met een expiratiedatum in mei tegen een uitoefenprijs van €70,- per aandeel. Indien de verwachting van B, realiteit wordt en het aandeel stijgt van €70,- per aandeel naar €90,- per aandeel, dan zal B de het optierecht van koop uitoefenen per mei. A is dan

verplicht het aandeel te leveren voor de uitoefenprijs van €70,-. B kan dan het aandeel verkopen op de beurs voor de koers van €90 per aandeel voor een winst van €10,- per aandeel (i.e. de €20,- minus de €10,- premium die reeds betaald is aan A). Indien de koers daalt zal B zijn optierecht niet uitoefenen en heeft 'A' het voordeel van de premium terwijl deze het aandeel niet hoeft te verkopen.

In geval van een put optie heeft de houder het recht tot verkoop en de verkoper de verplichting tot koop. De verkoop zal door de optiehouder alleen worden afgedwongen wanneer de koers van het aandeel beneden de uitoefenprijs ligt (i.e. de verkoop middels de optie levert meer op dan op de beurs). Als de koers bijvoorbeeld op €80 eindigt en de uitoefenprijs van de optie €60 is, zal het recht tot verkoop niet worden uitgeoefend omdat de beurskoers €20,- hoger is dan de uitoefenprijs. In dit geval heeft de schrijver van de optie het voordeel van de premium terwijl deze het aandeel niet hoeft te kopen. Voor nadere uitleg over opties wordt verwezen naar Hull (2012).

In deze voorbeelden, waarbij de uitoefenprijs op een zeker moment hoger (lager) is dan de onderliggende waarde (de koersprijs) heeft de putoptie (calloptie) geen intrinsieke waarde en wordt derhalve niet uitgeoefend. Echter, indien over de resterende looptijd van de optie de volatiliteit van het actief wijzigt, dan kan het zijn dat er (intrinsieke)waarde ontstaat. Dit is de tijdswaarde die een optie heeft buiten de intrinsieke waarde om. De onzekerheid van de volatiliteit, ofwel de kans op een verschil in de prijs tussen de uitoefenprijs en de onderliggende waarde, stuurt derhalve de optiepremie. Kortom, wanneer de uitoefenprijs dusdanig is dat de optie geen intrinsieke waarde heeft en wanneer de kans daarbij nihil is dat dit zal veranderen over de resterende looptijd van de optie, dan pas is de optie waardeloos. In andere gevallen zal er sprake zijn van een optiepremie die wordt bepaald door een aantal input-parameters (Hull, 2012; Huisman, 2012):

- De onderliggende prijs/waarde van de onderliggende activa (S). Wanneer S hoger wordt, dan zal de waarde van een calloptie ook stijgen. De inverse geldt voor een putoptie.
- De uitoefenprijs (X). Indien X stijgt zal voor een calloptie de waarde lager liggen doordat de marge tussen S en X minder is bij uitoefening (de intrinsieke waarde). De inverse geldt voor een putoptie.
- De prijsvolatiliteit van de onderliggende activa (σ). De prijsvolatiliteit is de meeteenheid van onzekerheid over de toekomstige prijsontwikkelingen (Hull, 2012). Met een hogere volatiliteit zal de kans toenemen dat de prijs sterk zal stijgen of dalen. De call houder heeft een voordeel bij prijs toename in combinatie met een beperkt risico doordat alleen de betaalde premium te verloren kan worden. De put houder heeft voordeel bij prijsdalingen maar heeft eveneens beperkt risico. De waarde van beide opties zal derhalve stijgen bij een hogere volatiliteit.
- Risico-vrije rente (r). Wanneer r stijgt, zal het vereiste rendement door investeerders stijgen. Verder zullen de huidige waardes van toekomstige kasstromen die door de optiehouder genoten kunnen worden, dalen door een stijging van de rente. Kortom, een optie is het uitstellen van een aankoop/verkoop waardoor er een tijdseffect ontstaat. Het tijdseffect is sterk afhankelijk van rente (i.e. liever nu €100 euro op de bank dan €100 over een half jaar). Derhalve heeft rente een positief effect op de waarde van een calloptie (de lage initiële kasstroom van de premium wordt waardevoller) en een negatief effect op de waarde van een putoptie (directe verkoop wordt interessanter dan uitgestelde verkoop bij een optie).
- De tijd tot expiratie (t). Hierbij wordt het verschil tussen Amerikaanse en Europese opties duidelijk. Zoals hiervoor beschreven kunnen Amerikaanse opties op elk moment voor de expiratedatum uitgeoefend worden. Europese opties kunnen alleen op de expiratedatum uitgeoefend worden. Hoe langer de tijd tot de mogelijkheid tot uitoefening van de optie, des te hoger zal de waarde van de call- en putoptie zijn door hogere onzekerheid (σ). Wel zijn de handen van de optiehouder meer gebonden bij een Europese optie waardoor tussentijdse gebeurtenissen, zoals een dividenduitkering, mogelijk invloed hebben op de korte termijn waarde en lange termijn waarde.

- Dividenduitkeringen (Y). Dividenduitkeringen vanuit de activa verlagen de onderliggende waarde (S) op de ex dividend datum. Een lagere onderliggende waarde zal een neerwaarts effect hebben op de waarde van een calloptie en een opwaarts effect op de waarde van een putoptie.
- Ten slotte is een Amerikaanse optie waardevoller dan een Europese optie door de tussentijdse uitoefeningsmogelijkheid.

Assumpties die gelden voor optiewaardering zijn: 1) er zijn geen transactiekosten, 2) er geldt een gelijk belastingtarief voor alle handelswinsten en 3) lenen en uitlenen van geld kan tegen de risico vrije rente (r). Er zijn verschillende methoden voor handen om de waarde van financiële opties te berekenen met de nodige nuances die buiten de toelichting van dit onderzoek vallen. Voor toelichting hierover wordt verwezen naar de literatuur (Hull, 2012; Huisman, 2012; Vlek, et al, 2011)

3.2. Reële opties

Waar in de vorige paragraaf financiële opties worden beschreven, zal hier nader worden ingegaan op reële opties. Waar financiële opties, opties op financiële assets zijn zoals op wisselkoersen, aandelen of rente (Huisman, 2012), zijn reële opties, opties op land, gebouwen, fabrieken en uitrusting (Hull, 2012). Vaak zijn in dit type (reële) investeringen opties ingebed die een aankoop of verkoop optie verschaffen. Tevens zijn frequent opties ingebed die zakelijke keuzes geven aan partijen (een optie om een investering af te breken, een optie om de investering uit te breiden, een optie om te vertragen, etc). Deze opties kunnen invloed hebben op de waarde van de investering. De waarde van de reële opties wordt benaderd in de Option Pricing Theory (hierna: OPT).

Theoretisch gezien zijn er een groot aantal nuances tussen financiële opties en reële opties. Reële opties allereerst non-uniform van karakter en zijn beperkt liquide (Vlek et al, 2011; Van der Blonk, 2018). Enkele verdere nuances worden hierna uitgelicht; dit is geen uitputtende lijst (Haahtela, 2012). De bronnen zijn overgenomen uit het onderzoek van Haahtela (2012) en dienen puur ter verdieping voor de geïnteresseerde lezer:

Financiële opties	Reële opties	Referentie
Korte looptijd	Langere looptijd	Mun (2002); Triantis (2005)
Volatiliteit voldoende stabiel (door korte looptijd)	Volatiliteit varieert over de tijd	Brach (2003); Majd et al (1987)
Verhandelde en verhandelbare referentie informatie	Weinig tot geen marktinformatie	Brach (2003)
Het individu heeft geen invloed op optiewaarde	Managementbeslissingen en flexibiliteit drijven de optiewaarde	Copeland & Antikarov, 2001
Competitie en marktwaarde hebben geen effect opwaardering	Competitie en marktwaarde drijven de van de optie	Trigeorgis (1996); Davis, 1996
Volatiliteit toename altijd gunstig	Na gecommiteerde investering hoeft hogere volatiliteit niet gunstig te zijn	Huchzermeier et al, 2001)

Vastgoedinvesteringen komen sterk overeen met het bovenstaande daar er sprake is van een lange looptijd en omdat managementbeslissingen op opties binnen vastgoed grote financiële gevolgen kunnen hebben. Normaliter is de prijsvolatiliteit van vastgoed echter zeer beperkt (Jorda et al, 2017). Hierdoor volstaat een reguliere (deterministische) DCF-waardering volstaat. De DCF-methode is vooral

toepasbaar voor de berekening van de waarde van de voorspelbare minimumhuurprijs. Dit onderzoek focust zich vooral op omzethuur, welke afhankelijk is van de volatiele resultaten van de huurder/retail onderneming. OPT is bij uitstek geschikt voor het berekenen van de waarde van de (onzekere) omzethuurstroom. De combinatie van beiden wordt beschreven als de strategische netto huidige waarde (hierna: Strategische NHW); Trigeorgis, 2005). Dit is de optelsom van de netto huidige waarde van de passieve kasstromen en optiewaarde van de strategische- en flexibele waarden.

$$\text{Strategische NHW} = \text{Passieve NHW} + \text{optiepremie (flexibiliteitswaarde en strategische waarde)}$$

Voordat nader ingegaan wordt op de berekening van de optiepremie voor reële opties, wordt hierna inzicht gegeven in de meest toepaste vormen van reële opties binnen de vastgoedmarkt (Hull, 2011; Huisman, 2012):

- Optie tot verlenging: Van deze optie is sprake wanneer binnen een project of contract een keuzemogelijkheid bestaat om de looptijd van de investering te verlengen. Een voorbeeld hiervan is een keuzemogelijkheid om het huurcontract te verlengen.
- Optie tot afstellen: Hiervan is sprake indien er een keuze gemaakt kan worden om een project of contract te stoppen of deze te verkopen. Een voorbeeld hiervan is een break-optie voor het expireren van de volledige looptijd in een huurcontract.
- Optie tot uitbereiding: Hiervan is sprake indien er een keuze gemaakt kan worden om een project of contract uit te breiden. Een voorbeeld hiervan is een eerste recht van huur van een belendende ruimte.
- Optie tot inkrimping: Hiervan is sprake indien er een keuze gemaakt kan worden om een project of contract in te krimpen. Een voorbeeld hiervan is een optierecht in een huurovereenkomst om voor een vastgesteld moment een ruimte terug te geven aan de verhuurder.
- Tijds optie: Van een tijds optie is sprake indien een keuze gemaakt kan worden met betrekking tot het moment van investering. Een voorbeeld hiervan is een ontwikkelrecht dat rust op een perceel waarbinnen de ontwikkelaar kan bepalen wanneer de bouw zal starten en derhalve wanneer de investering aanvangt.

Het is de eerste optie (tot verlenging) die binnen de context van dit onderzoek toepasbaar is.

3.3. De optie tot verlenging

Onzekerheid en ambiguïteit zijn elementen waar elke beslisser binnen vastgoed mee te maken heeft. Lange-termijn contracten worden afgesloten daar deze actoren in staat stelden gedrag te coördineren en het een 'hedge' is tegen marktprijs risico (Al Sharif, 2013). Verder brengen korte-termijn contracten meer kosten met zich mee vanwege heronderhandeling. Het lange-termijn karakter dat ten grondslag ligt aan vastgoedinvesteringen en huurovereenkomsten wringt hiermee. De lange contracten kluisteren partijen waardoor zij niet langer in staat zijn in te springen op kansen uit de markt. Ondanks dat onzekerheid in de basis een risico is, geeft deze ook mogelijkheden (Al Sharif, 2013). Zo kan bijvoorbeeld de markthuurlen dalen of stijgen. Voor een huurder resulteert dit in respectievelijk een mogelijk voordeel of nadeel. Flexibiliteit maakt een beslisser in staat onzekerheid te managen. Flexibiliteit is de mate om met relatieve eenvoud te veranderen (Al Sharif, 2013). Een type van zulke ingebouwde flexibiliteit is de optie om te verlengen. Deze flexibiliteit voegt waarde toe aan het contract omdat het partijen de mogelijkheid biedt om het contract te optimaliseren en het risico te alloceren (Al Sharif, 2013).

3.4. Reële opties en omzethuur

Verscheidende studies hebben getracht om huurprijsflexibiliteit in te schatten. De huurovereenkomst met een aanpasbare huurprijs is een voorbeeld hiervan. De aanpasbare huurprijs refereert vaak aan een mogelijkheid tot huurprijsherziening of een zelfs een referentie index die in de contracten wordt gehanteerd (e.g. Consumenten Prijs Index). Een specifieke variant van huurprijsflexibiliteit is de 'upward-only rent review' (hierna vertaald: UORR). Deze variant komt in het Verenigd Koninkrijk regelmatig voor in huurovereenkomsten en bestaat uit twee elementen. Allereerst een minimale huurprijs (i.e. de drempelwaarde) welke gedurende de overeenkomst, eventueel geïndexeerd, van toepassing blijft. Daarnaast is de verhuurder periodisch in staat om de huur bij te stellen naar een hogere markthuur. Wanneer de markthuur daalt blijft de huur op het hogere niveau. Dit vermindert het risico en de volatiliteit van kasstromen voor de verhuurder (Brent et al, 2002; Al Sharif, 2013). Adams (2003) ziet de UORR als een 'embedded' optie die ook als dusdanig gewaardeerd kan worden. Adams (2003) trok hierin het vergelijk tussen de UORR en een huurovereenkomst met een minimale huurstroom en een omzetcomponent (e.g. casus huurder A). Adams (2003) ziet dat omzethuur optie karakteristieken heeft. Dit omdat een optie tot opwaartse of neerwaartse bijstelling van de huur op basis van omzet een schakel creëert tussen huur en 'het vastgoed als productiemiddel' (voor de huurder). Derhalve is de verhuurder direct blootgesteld aan het risico en de volatiliteit van de markt waarin de huurder zich bevindt; de algemene economie. Indien de huur alleen aan de prijsindex is gelinkt is het risicoprofiel vergelijkbaar met een aan de index gelinkte obligatie (faillissementen daar gelaten; Adams, 2003). Het risicoprofiel is derhalve anders in geval van omzethuur.

Hendershott et al (2000) behandelt omzethuur als een call-optie op basis van de omzet van de huurder. De uitkomst van zijn studie was dat omzethuur optiekenmerken heeft en dat deze waarde toevoegt indien er hoge omzetvolatiliteit is (Al Sharif, Hendershott et al, 2000). Met name trekken zij het vergelijk tussen een omzethuur optie en een huurverlengingsoptie. Omzethuur wordt in deze gezien als een serie opties voor de verhuurder die hogere jaarlijkse huren ontvangt indien de omzet hoog is. Huurverlenging is in deze een huurdersoptie die haar in staat stelt de huur te verlengen tegen lagere markthuurcondities. Hoe groter de volatiliteit in omzet, des te waardevoller is de optie. Consecutief kan gesteld worden dat een huurder de optie tot verlenging zal gebruiken wanneer de drempelwaarde van omzet gehaald wordt en deze niet zal gebruiken indien deze niet gehaald wordt. In het laatste geval zal er heronderhandeling van de huur plaatsvinden. Omzetopties hebben in deze een positieve invloed op de waarde en verlengingsopties voor de huurder hebben een negatieve invloed op de waarde (Hendershott, 2000). De waarde van een contract is de huidige waarde van de toekomstige kasstromen plus de optie elementen die het contract bevat (Hendershott, 2000). Dit is in de vorige paragraaf ook al gebleken door de berekening van de strategische NHW. Voor de bepaling van de waarde van optie is de ratio van initiële omzet tot de drempelwaarde van belang (i.e. deze waardeloos is indien de verwachting is dat de drempelwaarde van de omzet bij aanvang niet zal worden gehaald) en de verwachte volatiliteit van de omzet. De optiewaarde voor omzethuur kan berekend worden middels een binominaal model voor optiewaardering (Huisman, 2012; Hendershott, 2000).

Kortom een omzethuur kan gezien worden als een reële opties die ook als dusdanig gewaardeerd kan worden. Hierna wordt het binominale optiewaardingsmodel beschreven dat gebruikt wordt voor de bepaling van de optiewaarde voor de twee casussen in dit onderzoek.

3.5. Binominaal waarderingsmodel

Het binominale waarderingsmodel is een methode om de waarde van een optie met verschillende opties te bepalen. Het was voor het eerst voorgesteld door Cos et al (1979). Dit is vooral toepasbaar voor Amerikaanse opties met tussentijdse uitoefenmomenten. Het binominale model wordt weergegeven als een binominale boom waarin elke optie een binominale periode is. Hoe groter de boom, des te meer verschillende scenario's er zijn. Het model werkt onder de aanname van een volledig efficiënte markt. De waarde wordt vastgesteld op basis van een 'replicating portfolio'. In het kort betekend dit dat de optie gelijk is aan de waarde van de replicating portfolio waarin het portfolio bestaat uit investeringen in aandelen en in risico vrije obligaties (Huisman, 2012). In figuur 7 staat een schematische weergave van een binominale boom met 4 binominale stappen. Een binominale stap wordt aangeduid als δt . Gedurende δt kan de prijs (S) omhooggaan met kans P en omlaaggaan met een kans $1-P$ waarbij r de risico-vrije rente per jaar aanduidt en y het jaarlijkse dividendrendement. De aanpassing omhoog of omlaag wordt bepaald door u (up) of d (down). Kortom, S_0u , is de prijs in $t=0$ verhoogd met 'u' en S_0d is de prijs in $t=0$ verlaagd met 'd' waarbij σ de standaarddeviatie van de prijs is. De verwachte kasstroom na de eerste periode, $E(c)$, is derhalve de P keer waarde Su en $P-1$ keer waarde Sd . De huidige waarde van $E(c)$ wordt vervolgens bepaald door de formule c . Door achteraan in de boom met berekende waarden te beginnen en in elke stap de huidige waarde van $E(c)$ te bepalen, wordt uiteindelijk de waarde van de optie gevonden. Voor een verdere uitleg wordt verwezen naar Hull (2012)

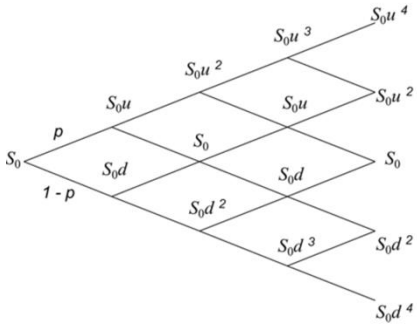
$$P = \frac{e^{(r-y)t} - d}{u - d}$$

$$u = e^{\sigma\sqrt{\delta t}}$$

$$d = e^{-\sigma\sqrt{\delta t}}$$

$$E(c) = P \times Su + (1 - P) \times Sd$$

$$c = e^{-rt} \times E(c)$$



Figuur 7: Binominale boom

De waarde voor de verhuurder van een omzethuurcomponent kan gezien worden als een binominale boom van een call optie waarin elk jaar een stap in de binominale boom is. Echter, zoals eerder gesteld werkt door een omzetcomponent het risico van de algemene markt door in de vastgoedmarkt (i.e. de waarde van vastgoed wordt afhankelijk van de omzetonwikkeling van de huurder). Door de standaarddeviatie te bepalen van de percentuele verandering (vanaf een zeker basisjaar) in de omzet van de huurder kan het risico worden ingeschat van de omzet. De omzet is vervolgens bepalend voor de totale huur van een huurovereenkomst met een minimale huur en een omzethuurcomponent. Op basis van de volgend formule wordt de totale huur bepaald:

$$H(\text{totaal}) = MGH + o(\text{Omzet} - DW)$$

Waarbij geldt

$$\text{omzet} - DW > 0$$

Kortom, de totale huur, $H(\text{totaal})$, is alleen de minimale gegarandeerde huur (MGH) indien de drempelwaarde (DW) van de omzet niet gehaald wordt. Indien de drempelwaarde van de omzet wel gehaald wordt hierbij de omzethuurcomponent opgeteld (waarbij 'o' het omzethuurpercentage

betreft). In dit onderzoek wordt de optiewaarde van H(totaal) berekend. Deze is een afgeleide van de omzetontwikkeling in de binominale boom. Mogelijk is de σ van de omzetontwikkeling niet gelijk aan de σ van de H(totaal). Het kan namelijk zo zijn dat de in het verleden de drempelwaarde niet gehaald werd waardoor H(totaal) de geïndexeerde MGH is en derhalve de standaarddeviatie niet het werkelijke risicoprofiel van de omzet weerspiegelt. Doordat een huurovereenkomst met een optiecomponent juist wel het marktrisico dient weer te geven in plaats van het risico van vastgoed, is de standaarddeviatie van de omzet leidend.

3.6. Casusanalyse

De in hoofdstuk 2 besproken casuïstiek wordt in dit hoofdstuk voortgezet en uitgebreid. Waar in vorig hoofdstuk de effecten inzichtelijk waren gemaakt van de IFRS 16 standaard door een onderscheid te maken tussen operationele huur en financiële huur en de verwerking daarvan op de balans en resultatenrekening, wordt hierna allereerst de optiewaarde berekend voor de beschreven scenario's. Tevens wordt aangetoond dat er een verschil in strategische NHW optreedt.

3.6.1. Casus huurder A, de strategische NHW

Ter recapitulatie, de volgende twee scenario's waren reeds gegeven:

1. De minimale huur bij aanvang van de nieuwe huurovereenkomst voor huurder A is EUR 1.200.000. Daarnaast is een omzetpercentage van 10% afgesproken. De fictieve omzet voor jaar 1 van de nieuwe huurovereenkomst is EUR 8.000.000. Door deze combinatie van factoren wordt de omzetcomponent niet geactiveerd en zal alleen de minimale huurprijs in rekening worden gebracht.
2. De minimale huur bij aanvang van de nieuwe huurovereenkomst voor huurder A is EUR 900.000. Daarnaast is een omzetpercentage van 15% afgesproken. De fictieve omzet voor jaar 1 van de nieuwe huurovereenkomst is EUR 8.000.000. Voor de vergelijkbaarheid zijn de totale huurkosten in dit scenario gelijk aan scenario 1. Door deze combinatie van factoren wordt de omzetcomponent wel geactiveerd en zal naast de minimale huurprijs ook een omzetcomponent in rekening worden gebracht.

Hieruit zijn reeds een aantal inputparameters af te leiden voor het optiewaarde model. Het enige dat nog ontbreekt is de risico-vrije rentevoet. Een veelgebruikte proxy hiervoor is het rentetarief van een staatobligatie. Deze is ten tijde van het schrijven van deze scriptie zeer laag. Het eerdergenoemde rentetarief van 0,45% (d.d. 31 augustus 2018) van 10-jaars staatsleningen zal gebruikt worden als proxy voor de risico-vrije rentevoet.

Verder wordt op basis van omzetdata om maandbasis de standaarddeviatie van de omzetontwikkeling bepaald. Deze wordt bepaald op de gemiddelde omzet over het Januari 2014 wordt als basismaand wordt genomen. De resulterende standaarddeviatie van de omzetontwikkeling is 51%. Dit is bijzonder hoog omdat de gehuurde ruimte van huurder A binnen het Hoog Catharijne complex ligt. Hoog Catharijne is tot op de dag van aan grootschalige verbouwingen onderhavig. Door de oplevering van een deel van de ontwikkeling per begin 2017 is er een grote toename in passanten. Dit wordt weerspiegeld door een grote omzettoename per die datum. Zoals zichtbaar is in figuur 8 zijn de inputparameters voor beide scenario's gelijk. Het verschil zit uiteindelijk in de uitkomsten van afgeleide H(totaal) die in scenario 2 bij een lagere drempelwaarde en door het hogere omzethuurpercentage eerder wordt beïnvloed door de omzetontwikkeling.

	Inputparameters	
	Scenario 1	Scenario 2
r	0,45%	0,45%
Standaarddeviatie	51%	51%
S ₀	8.000.000	8.000.000
t	1	1
P	38%	38%
u	1,66	1,66
d	0,60	0,60

Allereerst wordt door middel van u en d de omzetontwikkeling geprognosticeerd in een 5-jarige binominale boom. Er zijn 5 stappen van toepassing omdat er 1 keer per jaar een verrekking van de omzethuurcomponent plaatsvindt op basis van een accountantsverklaring. Dit kan gezien worden als een eenzijdige (call)optie van de verhuurder. Vervolgens wordt deze omzetontwikkeling als input gebruikt voor de berekening van de afgeleide H(totaal). De waarde (c) van de optie wordt vervolgens afgeleid uit deze 5-jarige verwachtingen. Figuur 9 geeft de uitkomsten weer van het optiemodel voor scenario 1 en 2 waarvan de volledige uitwerking in respectievelijk bijlage 6 en 7 gevonden kunnen worden. Optiewaarde (c) neemt aanzienlijk toe door de lagere drempelwaarde vanaf wanneer omzethuur in rekening gebracht kan worden in scenario 2. Wanneer de reeds in het vorige hoofdstuk gepresenteerde ROU (right of use) hieraan toegevoegd wordt als proxy voor de passieve NHW, wordt duidelijk dat de strategische NHW in scenario 2 lager ligt. Ondanks dat de totale huurstream gelijk wordt beoordeeld op EUR 1.200.000 in beide scenario's, is de uitkomst van de waardering anders. Dit komt omdat de lagere kapitalisatie van de minimale huurstream in scenario 2 (de ROU) resulteert in een grotere afname dan de toename van optiewaarde. Belangrijke kanttekening hierbij is dat de gehanteerde standaarddeviatie hoger is dan gebruikelijk. Dit resulteert in een hogere waardering van de optie. Het verschil tussen scenario 1 en 2 zal naar verwachting groter zijn indien de omzetontwikkeling minder volatiel is bij een gestabiliseerde locatie.

Figuur 8: Inputparameters huurder A

	Scenario 1	Scenario 2
ROU	€ 5.839.756	€ 4.419.817
Optiewaarde(c)	€ 260.877	€ 491.628
Strategische NHW	€ 6.100.632	€ 4.911.445
% optiewaarde	4,28%	10,01%

Figuur 9: ROU en optiewaarde scenario 1 en 2 huurder A

3.6.2. Casus huurder B, de strategische NHW

Voor de casus van huurder B waren de volgende scenario's geformuleerd:

1. De minimale huur bij aanvang van de nieuwe huurovereenkomst voor huurder B is EUR 1.000.000. Daarnaast is een omzetpercentage van 10% afgesproken. De fictieve omzet voor jaar 1 van de nieuwe huurovereenkomst is EUR 7.000.000. Door deze combinatie van factoren wordt de omzetcomponent niet geactiveerd en zal alleen de minimale huurprijs in rekening worden gebracht.
2. De minimale huur bij aanvang van de nieuwe huurovereenkomst voor huurder A is EUR 600.000. Daarnaast is een omzetpercentage van 14,29% afgesproken. De fictieve omzet voor jaar 1 van de nieuwe huurovereenkomst is EUR 7.000.000. Voor de vergelijkbaarheid zijn de totale huurkosten in dit scenario gelijk aan scenario 1. Door deze combinatie van factoren wordt de omzetcomponent wel geactiveerd en zal naast de minimale huurprijs ook een omzetcomponent in rekening worden gebracht.

De in de scenario's gegeven inputparameters (figuur 10) en de uitkomsten van het binominale optiemodel (figuur 11) laten een consistent beeld zien met de casus van huurder A. De volledige uitwerking van de optiewaardering van scenario 1 en 2 zijn te vinden in bijlage 8 en 9. Het grootste verschil zit in de volatiliteit van de omzetontwikkeling. De standaarddeviatie van 24% van huurder B, is aanzienlijk lager dan die van huurder A. Dit is te verklaren door een andere ligging binnen het centrum van Hoog Catharijne waar de passantenontwikkeling minder beïnvloed werd door de opening van de nieuwe passage. Volatiliteit heeft een positieve relatie met de waarde van de optie. Wanneer deze toeneemt, neemt de waarde toe en andersom. Ondanks dat de casussen sterk vergelijkbaar zijn, is dit effect duidelijk zichtbaar. Door de hogere volatiliteit van de omzet van huurder A ligt de optiewaarde tussen de 4,28% en 10,01% van de strategische NHW in respectievelijk scenario

Inputparameters		
	Scenario 1	Scenario 2
r	0,45%	0,45%
Standaarddeviatie	24%	24%
S ₀	7.000.000	7.000.000
t	1	1
P	45%	45%
u	1,27	1,27
	Scenario 1	Scenario 2
ROU	€ 4.893.130	€ 4.419.817
Optiewaarde(c)	€ 42.532	€ 132.413
Strategische NHW	€ 4.935.662	€ 4.552.229
% optiewaarde	0,86%	2,91%

1 en 2. Voor huurder B zijn deze aanzienlijk lager met respectievelijk 0,86% en 2,91% van de strategische NHW.

3.7. Compensatie

Het is nu belangrijk op te merken dat de strategische NHW in dit geval is opgebouwd uit een boekhoudkundige waarde van het contract voor de huurder (de ROU) en een

Figuur 11: ROU en optiewaarde scenario 1 en 2 huurder B

optiewaarde van de omzet voor de verhuurder. Gemakshalve wordt het verschil in ROU tussen scenario 1 en 2 aangenomen ook de het verschil in contractwaarde voor de verhuurder te zijn. De exacte berekening van de contract waarde voor de verhuurder valt buiten de reikwijdte van het onderzoek daar een exacte vaststelling hiervan niet het doel van de discussie is (i.e. dit onderzoek is exploratief en niet deterministisch van aard). Een daling van de minimale gegarandeerde huur zal in de regel een gelijk effect hebben op de waarde van het contract voor verhuurder als in geval van de ROU voor een huurder. Het is namelijk voor de waardering van vastgoed van belang de huurinkomsten te kunnen voorspellen en derhalve de markthuur te kunnen bepalen (van Gool et al, 2013). Middels dezelfde retoriek zal in geval van een minder lange looptijd van de huurovereenkomst, de 'voorspelbare' huurstream verminderen en derhalve zal de waarde van het contract dalen. Een verhuurder zal hiervoor een compensatie eisen.

Voor zowel in de casus van huurder A als B blijkt dat de totale strategische NHW lager is in scenario B. Scenario B wordt gekenmerkt door een huursituatie die meer omzetafhankelijk is teneinde de effecten van de IFRS 16 voor de huurder op de jaarrekening te minimaliseren (hoofdstuk 2). Dit heeft echter effecten voor de waarde van het contract voor de verhuurder. Ondanks dat onder de aanname van omzet er geen verschil zit in de verwachte huurstream in jaar 1 tussen de scenario's, blijkt dat voor de verhuurder in beide gevallen het contract daalt in waarde. In de casus van huurder A daalt de strategische NHW met circa 19,5% en in de casus van huurder B daalt deze met circa 7,8%. Het is derhalve aannemelijk dat voor een verhuurder een gelijke huurstream niet voldoende is om op te wegen tegen het aanvullende risico van volatiele omzetafhankelijke huurinkomsten. Er zal derhalve vanuit de verhuurder een aanvullende compensatie gevraagd worden om de waarde van het contract op het originele niveau te houden. Dit wordt onderstreept door Schulte (2014) die aangeeft dat uit interviews met de taxatiepraktijk van Cushman & Wakefield en Kroesepaternotte blijkt dat hoe groter de afwijking tussen de minimale huur en de markthuur, des te moeilijker het wordt om de waarde van de omzethuurcomponent te berekenen. Dit, omdat de Nederlandse taxatiepraktijk nog moeilijk om lijkt te kunnen gaan met de waardering van de omzethuur component. Mogelijke daling in waarde van het vastgoed zal een aanvullende reden zijn dat er door de verhuurder een compensatie gevraagd zal worden van de huurder voor het afsluiten van een contract dat een hogere omzetcomponent heeft.

Echter, is de huurder in theorie bereid een compensatie te betalen? De huurder zal alleen opzeggen tegen het einde van de huurtermijn, gezien het beschermende karakter van het huurrecht voor detailhandel, wanneer de markthuur lager is dan de contract huur en de huurovereenkomst dus heronderhandeld kan worden. In dit geval is het lastig in te schatten of de huurder een compensatie zal betalen en is het afhankelijk van de bargaining power van de partijen (Muthoo, 2000; Brent et al, 2002). Indien de markthuur gelijk is aan de contract huur of zelfs gestegen is, zal een opzegging andere redenen hebben. Dit kan een tal van redenen hebben, waaronder de afweging om de huur van de ruimte voort te zetten maar onder andere voorwaarden die beter bij de huurstrategie van de huurder passen. De aanpassing naar een huurovereenkomst met een (grotere) omzetcomponent in het kader van de aanstaande wijziging naar IFRS 16 standaard is een voorbeeld hiervan.

Kortom, indien de markthuur gelijk is of gestegen is en de huurovereenkomst opgezegd wordt, is het aannemelijk dat een huurder een compensatie wil betalen voor een grotere omzetcomponent (of deze nou in het kader van de IFRS 16 is of niet). In geval van een lagere markthuur, zal de welwillendheid van huurders voor het betalen van een compensatie minder zijn.

3.8. Conclusie

In dit hoofdstuk is zowel financiële optietheorie besproken alsmede reële optietheorie en de verschillen daartussen. Middels het binominale optiewaarderingsmodel is omzethuur gewaardeerd als waarde voor de verhuurder. Uit de casuïstiek van huurder A en B blijkt dat een grotere omzethuurcomponent bij een gelijke huurstream, lijkt te leiden tot een lagere strategische NHW. Teneinde waarde van het contract in balans te houden zal een verhuurder dus om een aanvullende compensatie vragen. De huurder zal in theorie deze alleen bereid zijn te betalen wanneer de markthuur gelijk is gebleven of gestegen ten opzichte van de contractuur. Indien de markthuur lager is dan de contractuur zal de huurder in theorie niet de (volledige) compensatie willen betalen.

In het volgende hoofdstuk wordt empirisch beoordeeld of de IFRS 16 standaard een afweging is voor huurders om een huurovereenkomst op omzethuur af te sluiten en wordt tevens op voortschrijdend inzicht beoordeeld wat andere afwegingen in dit licht zijn.

4. Empirische analyse

In dit hoofdstuk wordt beoordeeld hoe huurders en verhuurders de effecten van de IFRS 16 zien. Dit wordt benaderd door het analyseren van interviews die gehouden zijn met zowel huurders, verhuurders als een adviseur (PWC). De adviseur wordt erbij betrokken vanwege het meer diffuse en mogelijk meer objectieve beeld dat deze heeft. Er wordt gewerkt met voortschrijdend inzicht. Dat wil zeggen dat nieuwe bevindingen die in de eerdere hoofdstukken niet aan de orde zijn gekomen, hier ook toegelicht worden.

In de voorgaande hoofdstukken zijn de verwachte veranderingen besproken van de wisseling van IAS 17 naar IFRS 16. Veranderingen die aan het licht zijn gekomen zijn een verlenging van de balans, veranderingen op de resultatenrekening en verandering in financiële ratio's. Deze veranderingen lijken effect te hebben op looptijd van huurovereenkomsten en de variabele huurcomponent daarbinnen. Vervolgens is middels een casusanalyse inzichtelijk gemaakt dat in geval van omzethuur de effecten minder worden. In hoofdstuk 3 is vervolgens aangetoond dat de verhuurder waarschijnlijk een compensatie zal verlangen voor een grotere omzetcomponent binnen de huurovereenkomst. Naast de theoretische benadering van de effecten van omzethuur, wordt dit effect hierna empirisch ingekaderd teneinde de volgende deelvraag te kunnen beantwoorden:

Hoe zien huurders en verhuurders de effecten van de IFRS 16 standaard?

De in de semigestructureerde interviews zijn verschillende vragen (bijlage 10) aan bod gekomen die samenkomen in de in tabel 7. In deze onderwerp komen de inzichten van zowel de huurders, de verhuurder als van de adviseur, samen. De vragen binnen de IFRS 16 categorie zijn gevraagd om te kunnen beoordelen in hoeverre de IFRS 16 relevant is voor de ondervraagde. De contractvoorwaarden zijn gevraagd om te beoordelen in hoeverre omzethuur of lengte van de huurovereenkomst relevant zijn voor de ondervraagde. De vragen in de laatste categorie, IFRS 16 en contractvoorwaarden, hebben als doel te beoordelen in hoeverre er een samenspel is tussen beide onderwerpen. Hierna worden de belangrijkste bevindingen per categorie gepresenteerd.

	Vraag #
IFRS 16	1, 2, 9, 10
Contractvoorwaarden	3, 4
IFRS 16 en contractvoorwaarden	5, 6, 7, 8, 11, 12

Tabel 7: Onderwerpen semigestructureerde interviews

4.1. IFRS 16

Alle geïnterviewden zijn bekend met de IFRS 16 standaard. Interessant zijn de uiteenlopende effecten van de IFRS 16 op de organisaties. Om te beginnen met de meer generalistische blik van de adviseur, PWC. Deze geeft aan dat bij de organisaties die geadviseerd worden een 'gigantische druk ontstaat op onderhandelingen met een duidelijke trend naar variabele huur en flexibiliteit'. Kortom, huurders kijken steeds vaker naar mogelijkheden om omzethuurcomponenten te vergroten en de looptijd van contracten te verkorten. De druk ontstaat vaak vanuit mogelijk sterk veranderende credit ratings van ondernemingen bij balansverlenging en de daaruit volgende negatieve effecten op de kosten voor vreemd vermogen. 'Met de IFRS 16 wordt ineens duidelijk dat bepaalde huurders zwaar over leveraged zijn en dat er risico's in de onderneming zitten die investeerders nog niet eerder was opgevallen'.

Wanneer er gevraagd wordt aan de huurders en verhuurders wat de effecten van de IFRS 16 zijn op de organisatie, dan worden dezelfde effecten onderschreven. Het blijkt voor de huurders een groot aandachtspunt te zijn daar de presentatie van de verplichtingen aanzienlijk veranderd en hierdoor ook de risicoperceptie van aandeelhouders (HMS Host).

Overige effecten die genoemd worden zijn (buiten de scope van dit onderzoek, dus alleen noemenswaardig):

- Het belang van servicekosten wordt steeds groter (PWC) daar dit onderdeel van de totale huurstream niet hoeft te worden gekapitaliseerd op de balans.
- Sale and leaseback transacties worden steeds minder populair omdat binnen de IFRS 16 per definitie het actief terug op de balans zal komen (PWC)
- Erfpachtverplichtingen in de vorm van jaarlijkse canon moeten ook op de balans worden gekapitaliseerd. Dit geeft een sterke trend richting afkopen van canonverplichtingen en in het bijzonder aandacht voor disconteringsvoeten voor het afkopen.

Concluderend kan worden gesteld dat de IFRS 16 de verwachte effecten heeft op retailers en dat en dat zij zoekende zijn naar oplossingen teneinde de effecten te verminderen. Er wordt in geen van de interviews ingegaan op de effecten voor de resultatenrekening. De focus ligt vooral op effecten van de IFRS op de ratio's en de daaruit volgende mogelijke effecten op credit ratings en 'Cost of Borrowing'.

4.2. Contractvoorwaarden

In deze paragraaf wordt beoordeeld in hoeverre er omzethuur als contractvoorwaarde wordt gehanteerd en wat de implicaties van omzethuur zijn. Deze vraag is vanwege de professionele relevantie alleen aan de huurders en verhuurder gesteld.

Allereerst wordt in alle gevallen er omzethuur gehanteerd. Bij Klepierre wordt dit zelfs als standaard in de huurovereenkomst opgenomen. Alle ondervraagden vinden omzethuur bij uitstek geschikt om de belangen van verhuurder en huurder in lijn te krijgen; er wordt veel gesproken over 'gezamenlijk ondernemen'. Het delen van omzetcijfers is bij de ondervraagde organisaties geen bezwaar. Zowel de huurders als de verhuurders geven aan dat het voor de eigenaren van shoppingcenters vooral van belang is doordat er strategisch gestuurd kan worden. Echter, tevens wordt bevestigd dat het Nederlandse recht beperkte handvatten geeft voor verhuurders om echt te sturen indien de omzet achterblijft bij de verwachtingen. Klepierre lijkt hierop voor te sorteren door in beginsel al huurovereenkomsten af te sluiten voor 'bepaalde tijd'.

Concluderend kan gesteld worden dat omzethuur veelvuldig wordt gehanteerd binnen shoppingcenters en dat zowel huurders al verhuurders hier de voordelen van zien.

4.3. IFRS 16 en contractvoorwaarden

In deze paragraaf wordt de wisselwerking tussen IFRS 16 en contractvoorwaarden besproken.

Om wederom generalistisch bij de geïnterviewde adviseur te beginnen, er wordt aangegeven dat er door de decentraal georganiseerde retailers vaak lokaal huurovereenkomsten worden afgesloten. Door de IFRS 16 wordt inzichtelijk gemaakt welke verplichtingen er lokaal zijn aangegaan en wat de effecten daarvan zijn. Top-down wordt er nu druk uitgeoefend voor het afsluiten van kortere huurovereenkomsten met een grotere variabele component.

Door HMS host wordt duidelijk aangegeven dat er geen andere richtlijnen zijn gesteld n.a.v. de IFRS 16 bekendmaking. 'De IRR richtlijnen de payback periods zijn hetzelfde' zegt Jan Willem Hilbron van HMS Host. Er wordt als reden gegeven dat zij in een zekere positie zitten vanwege zeer goede resultaten. Wel wordt er kritischer gekeken naar de 'mix van componenten' binnen huurovereenkomsten. Hiermee wordt bedoeld een verschuivende verhouding tussen gegarandeerde huurstream en variabele huurstream. Echter, wordt door HMS Host ook aangegeven dat gekeken wordt naar manieren om de effecten van de IFRS 16 te verminderen. Door Inditex wordt het verband tussen IFRS 16 en flexibiliteit niet expliciet gelegd, maar wel impliciet. Sinds 2016 is er veel aandacht voor de IFRS 16 en sindsdien wordt er ook actief gestuurd op huurovereenkomsten met een looptijd van 3 jaar (in tegenstelling tot de klassieke 5+5 methode) en een omzethuurcomponent. Dit valt samen met de bekendmaking van de IFRS 16 in januari 2016. Vanuit het verhuurdersperspectief stelt Klepierre dat 'er geen discussies zijn geweest met huurders of verzoeken van huurders zijn gekomen waarin IFRS 16 aan bod kwam'. Wel is een interessant gegeven dat Klepierre zelf effecten ondervindt van verplichte

kapitalisatie van erfpachtcanon voor de IFRS 16. Dit is voortschrijdend inzicht dat niet eerder aan bod is gekomen in dit onderzoek. Afgeleide hiervan is dat de IFRS 16 voor Klepierre dus gevolgen heeft voor de balanspositie en dat er wordt gewerkt aan een meer optimale invulling van de erfpachtcontracten in het kader van de IFRS 16. Er kan dus gesteld worden dat de huurders impliciet de effecten van de IFRS 16 willen verminderen door het aangaan van meer flexibele huurovereenkomsten. Deze conclusie wordt expliciet ondersteund door PWC die stelt dat zij deze trend bij veel cliënten aantreffen. Dit kan verder worden afgeleid uit het gesprek met de verhuurder die expliciet stelt de erfpachtcontracten te beoordelen teneinde de effecten voor de IFRS 16 te verminderen (i.e. er wordt gestuurd op de effecten van de IFRS 16).

Dan rest nog de vraag in hoeverre het als mogelijkheid wordt gezien de variabele huurverplichting bij aanvang van de huurovereenkomst af te betalen teneinde de effecten voor de IFRS 16 te verminderen. Hierop wordt een minder eenduidig antwoord gegeven; des te meer omdat het nog een erg theoretische exercitie blijkt. HMS Host geeft aan het verhogen van de flexibiliteit binnen huurovereenkomsten altijd te willen bevorderen ('het delen van risico is voor ons van belang'). Ondanks dat dit geen expliciet antwoord op de vraag is, leidt het afkopen van de toekomstige huurverplichting wel een zekere mate van risicodeling. Dit wordt ondersteund door Michel Hogervorst van Klepierre, die stelt dat enerzijds het risico hoger wordt voor omzetzakking door externe factoren, maar dat hier tegenover staat dat er ook een voordeel voor de huurder is in geval van hogere omzetten dan verwacht (i.e. in dit geval zal de huur niet hoger worden dan het bij aanvang betaalde bedrag). Door het vooraf inschatten van de variabele huurverplichting wordt er in zekere mate het risico gedeeld. Inditex nuanceert dit verder door te stellen dat dit wel kan indien het een onderhandeling betreft tussen professionele organisaties die kennis hebben van omzetzakking en historische omzetgegevens ter beschikking hebben. Inditex staat er niet negatief tegenover het concept. Concluderend kan derhalve gesteld worden dat huurders en verhuurders niet negatief staan tegenover het afkopen van de toekomstige huurverplichting bij aanvang van de overeenkomst. Dit resulteert op zijn minst gedeeltelijk uit de effecten van de IFRS 16 standaard. Dit wordt niet expliciet gemaakt, maar kan worden afgeleid uit de interne druk die huurders ondervinden om meer flexibele huurovereenkomsten aan te gaan.

4.4. Conclusie

De vraagstelling die centraal staat in dit hoofdstuk is:

Hoe zien huurders en verhuurders de effecten van de IFRS 16 standaard?

Uit de antwoorden van de adviseur, de huurders en de verhuurder blijkt eenduidig dat de IFRS 16 negatieve effecten heeft voor de balanspositie en creditratings van huurders door de kapitalisatie van de off-balance verplichtingen. De effecten op de resultatenrekening lijken niet de aandacht te hebben van de geïnterviewde partijen. Zowel huurders als verhuurders zijn op zoek naar het minimaliseren van de effecten van de IFRS 16. Voor huurders lijkt de IFRS 16 te hebben geleid tot aanpassing van het huurbeleid richting meer flexibele voorwaarden in de vorm van kortere looptijden en een grotere omzetcomponent. Dit is in lijn met de conclusies van hoofdstuk 2. Tevens is interessant op te merken dat huurder en verhuurders niet negatief lijken te staan tegen het afkopen van de variabele huurverplichting bij aanvang van de overeenkomst en dat dit impliciet resulteert uit druk die intern is ontstaan bij huurders om de effecten van de IFRS 16 te verminderen door het aangaan van meer flexibele huurovereenkomsten.

5. Conclusie

In dit hoofdstuk worden de antwoorden op de deelvragen nogmaals kort gepresenteerd, gevolgd door het antwoord op de hoofdvraag. Vervolgens wordt afgesloten met de discussie, de aanbevelingen en de reflectie.

5.1. Discussie

Dit onderzoek is gebaseerd op een tweetal casussen, die als leidraad en onderbouwing hebben gediend voor de effecten van de IFRS 16 en de effecten van optiewaardering op de strategisch NHW. Vervolgens is in een 4-tal interviews benadrukt welke afwegingen er worden genomen door huurders en verhuurders in het kader van de IFRS 16. Op basis hiervan is het te verwachten dat de uitkomsten van dit onderzoek te repliceren zijn bij herhaling en dat de conclusies valide zijn.

Hoe verhoudt omzethuur zich tot de IFRS 16 standaard en wat is het juridisch kader van omzethuur?

De IFRS 16 standaard heeft effect op de balanspositie, de resultatenrekening en de financiële ratio's van retailers. De toekomstige huurverplichtingen, die zich momenteel buiten de balans bevinden, zullen gekapitaliseerd op de balans moeten worden gepresenteerd. Op de resultatenrekening zullen verschuivingen plaatsvinden waardoor de EBITDA zal stijgen, evenals de interestlasten. Een uitzondering op deze regel is omzethuur. Vanwege de voorwaardelijke kenmerken van omzethuur (i.e. het is nog onduidelijk hoe hoog deze zal worden), zal deze niet gekapitaliseerd hoeven worden op de balans, maar kan deze jaarlijks op de resultatenrekening worden verwerkt. Het is derhalve de verwachting dat huurders voorkeur geven aan meer flexibele huurvoorwaarden teneinde de effecten van de IFRS 16 te verminderen. Onder flexibele huurvoorwaarden wordt in dit onderzoek verstaan: een (grotere) omzethuurcomponent en kortere looptijden van de overeenkomsten.

Flexibiliteit in huurrecht staat vaak haaks op de huurprijsbescherming van het Nederlands Rechtssysteem. Binnen het Nederlands Huurrecht is de looptijd van rechtswege 5+5 jaar, waarna deze voor onbepaalde tijd wordt voortgezet. Dit duidt in de basis al op beperkte flexibiliteit.

Wat betreft omzethuur is in de eerste periode contractuele vrijheid. Echter, binnen het Nederlands Rechtssysteem, kunnen beide partijen na de eerste huurperiode de rechter verzoeken tot huurprijsherziening. Het staat de rechter vrij de in de eerste periode afgesproken omzethuurcomponent naast zich neer te leggen en voor volledig vaste huur te gaan (vanwege hogere vergelijkbaarheid). Kortom, in het Nederlands Rechtssysteem is niet voorzien in omzethuur. De oplossing voor deze patstelling schuilt in het voordien goedkeuring van de rechter vragen tot afwijking van bepalingen. De rechter zal beoordelen of de maatschappelijke positie van de huurder bescherming behoeft en 2) of diens rechten wezenlijk worden aangetast.

Wat zijn de effecten op de balans en de resultatenrekening door de wijziging van IAS 17 naar IFRS 16?

Voor een tweetal casussen zijn de contracten uitgediept en zijn benaderingen van de werkelijkheid gemaakt teneinde de effecten van de wijziging van de IAS 17 naar de IFRS 16 te presenteren. Per casus zijn een tweetal scenario's uitgewerkt waarin in de eerste scenario geen omzetcomponent wordt geactiveerd, en in het tweede wel. De totale huurstream wordt voor analysedoeleinden gelijkgesteld. De effecten van de IFRS 16 zijn een zwaardere balans door het toevoegen van huurverplichtingen en de 'Right of Use'. Tevens vindt de hiervoor gepresenteerde verschuiving plaats op de resultatenrekening. Ten slotte veranderen de gepresenteerde financiële ratio's. In geval van scenario 2, het scenario waarin de variabele (omzet)huurstream wordt geactiveerd, zijn de effecten minder groot. Dit geldt voor beide casussen.

In hoeverre zou een huurder in theorie en bij aanvang van de huurovereenkomst met een omzetcomponent, bereid zijn de toekomstige volatilititeit in omzet af te kopen (i.e. de compensatie) teneinde geen volatilititeit in huurkosten te ondervinden?

Door middel van de twee casussen gepresenteerd in hoofdstuk 2, gecombineerd met de twee scenario's, is middels optietheorie aangetoond dat in geval van een grotere omzetcomponent de strategische NHW lager wordt. Dit terwijl de totale huurstream gelijk blijft. Dit resulteert in een waardevermindering van het contract voor de verhuurder. Deze zal hiervoor een compensatie eisen. Echter, in hoeverre de huurder bereid is deze compensatie te betalen is afhankelijk van de markthuur ten opzichte van de contracthuur en de bargaining power van partijen. Een huurder zal alleen een compensatie willen betalen voor het nieuwe contract onder meer flexibele voorwaarden indien de markthuur gestegen is ten opzichte van de huidige voorwaarden. Als de markthuur lager is, dan zal er de waarde van het contract sowieso dalen en verdampt de compensatie die de huurder bereid zal zijn te betalen.

Hoe zien huurders en verhuurders de effecten van de IFRS 16 standaard?

Uit de interviews met de adviseur, de huurders en de verhuurder blijkt dat de IFRS 16 negatieve effecten heeft voor de balanspositie en de creditratings van de huurders. Dit, door het zichtbaar worden van de off-balance verplichtingen, waardoor de risicoperceptie van de aandeelhouders kan veranderen. De effecten op de resultatenrekening lijken niet de aandacht te hebben van de huurders. Tevens is interessant op te merken dat huurder en verhuurders niet negatief lijken te staan tegen het afkopen van de variabele huurverplichting bij aanvang van de overeenkomst en dat dit impliciet resulteert uit druk die intern is ontstaan bij huurders om de effecten van de IFRS 16 te verminderen door het aangaan van meer flexibele huurovereenkomsten.

Hoofdvraag

Zijn huurders bereid een compensatie te betalen voor een huurovereenkomst gebaseerd op grotere omzethuurcomponent in het licht van de bekendmaking van de IFRS 16 standaard?

Ja, huurders zijn bereid een compensatie te betalen. Dit resulteert uit de volgende bevindingen:

Door de beantwoording van de deelvragen is aangetoond dat de IFRS 16, voor de huurder met off-balance huurverplichtingen, negatieve effecten heeft op de balans en financiële ratio's. Dit wordt erkend door de geïnterviewde partijen. Het blijkt tevens dat er gezocht wordt naar opties om de effecten te minimaliseren. Uit de theorie blijkt dat waarschijnlijk soelaas wordt gezocht in kortere looptijden van huurovereenkomsten en een grotere omzethuurcomponent. Dit wordt impliciet erkend door huurders en expliciet benadrukt door de geïnterviewde adviseur, PWC. Tevens blijkt dat ook vanuit het verhuurdersperspectief gezocht wordt naar het verminderen van de effecten van erfpacht kapitalisatie. Kortom, het lijkt aannemelijk dat de IFRS 16 bekendmaking heeft geleid tot een strategische herijking voor huuronderhandelingen met een sterke focus op flexibiliteit. Uit de casuïstiek blijkt dat het vergroten van de omzetcomponent leidt tot een vermindering van de effecten van de IFRS 16. Vervolgens is aangetoond dat een grotere omzetcomponent resulteert in een lagere strategische NHW, waarvoor de verhuurder een compensatie zal willen hebben. Uit de afgenomen interviews blijkt dat geen van de partijen negatief is over het betalen van de totale toekomstige variabele huurverplichting bij aanvang van de huurovereenkomst. Tevens kan impliciet uit de antwoorden van de geïnterviewde partijen worden afgeleid dat dit komt door de druk die intern is ontstaan tot het verminderen van de effecten van de IFRS 16. Hoe hoger de druk en des te aannemelijker is het dat huurders bereid zijn een compensatie te betalen voor het minimaliseren van de effecten van de IFRS 16. Derhalve kan gesteld worden dat huurders bereid zijn een compensatie te betalen voor een huurovereenkomst waarin een

5.2. Reflectie

Welke lessen kunnen uit dit onderzoek getrokken worden? Het blijkt dat de IFRS 16 methodiek in zekere zin de hand van de huurders en verhuurders stuurt. Derhalve zou beargumenteerd kunnen worden dat er sprake is van marktregulering. De doelstelling van de IFRS 16 om meer transparantie te creëren is een goed streven, maar dan zal dit wel op gelijkwaardige basis moeten. Nu zullen ondernemingen die niet volgende de IFRS rapporteren naar verwachting effecten ondervinden in de vorm van wijzigende credit ratings bij banken. Dit leidt tot een andere risicoperceptie eigen vermogen

verschaffers. Retailers die niet volgens de IFRS rapporteren, denk hierbij aan de US Gaap of de Nederlandse GAAP, ondervinden deze effecten niet. Hierdoor is er niet langer sprake van een gelijk speelveld, opgedrongen door wijziging van instituties. Een les die hieruit getrokken kan worden is dat een wijziging van deze reikwijdte alleen doorgevoerd wordt indien dit voor alle internationale standaarden geldt.

Ondanks dat het een interessante huurvariant is om de toekomstige variabele huurverplichting bij aanvang van de huurovereenkomst te voldoen, blijft dit een hoog theoretische exercitie. Tussen grote en professionele partijen zou dit denkbaar zijn, maar het is niet te verwachten dat elke huurder overtuigd kan worden van de optiewaardering. De inputgegevens zoals omzetontwikkeling zijn onzeker of moeten gebaseerd worden op grote historische databanken. Niet elke belegger heeft toegang hiertoe waardoor het niet de verwachting is dat het in praktische zin de meest haalbare optie is. Dit wordt ook bevestigd door R. Schulte van Inditex. Deze methodiek zou gefaciliteerd kunnen worden door het aanleggen van een database van omzetgegevens van huurders.

Ten slotte kan er juridisch nog onderzoek gedaan worden naar de verwoording van omzethuur en de verplichting tot betaling daarvan binnen huurovereenkomsten. Dit naar aanleiding van de term 'substance fixed' die vaststelt welke huur variabel is en welke niet. Zodra het aan de discretie van de verhuurder is of er omzethuur in rekening wordt gebracht (i.e. kan het zo simpel zijn of de verhuurder de keuze heeft tot het al dan niet versturen van een factuur), zou volgens Jay Tah Tah, Partner van PWC, al beargumenteerd kunnen worden dat je als huurder geen invloed hebt op de verplichting en dat deze derhalve niet als variabel kan worden gekenmerkt binnen de IFRS 16. In dat geval zal het dus volledig op de balans moeten worden geactiveerd.

5.3. Aanbevelingen

Dit onderzoek heeft zich gericht op casussen van mode-retailers die zich binnen shoppingcenters bevinden. Het zou interessant zijn te onderzoeken in hoeverre dezelfde conclusies standhouden indien casussen uit andere segmenten worden analyseert. Zo kan bijvoorbeeld aan convenience segment worden gedacht zoals supermarkten. Tevens zou het interessant zijn te kijken of de conclusies standhouden op High Street locaties.

Bibliografie:

- Adams, A., Booth, P., & MacGregor, B. (2003). Lease Terms, Option Pricing and the Financial Characteristics of Property. *British Actuarial Journal*, 9(03), 619-635. doi: 10.1017/s1357321700004293
- al Sharif, A. (2018). *Real options modeling and valuation of price adjustment flexibility with an application to the leasing industry* (Doctoral). Missouri University of Science and Technology.
- Barone, E., Birt, J., & Moya, S. (2014). Lease Accounting: A Review of Recent Literature. *Accounting In Europe*, 11(1), 35-54. doi: 10.1080/17449480.2014.903630
- Berkvens. (2015). Retrieved from <https://www.ekelmansenmeijer.nl/userfiles/files/myrtheberkvens-huurrecht-2015-06.pdf>
- Bokeloh, P. (2018). Voorspelling ontwikkeling hypotheekrente. Retrieved from <https://www.abnamro.nl/nl/prive/hypotheeken/actuele-hypotheekrente/voorspelling-ontwikkeling-hypotheekrente.html>
- Brach, M. (2003). *Real options in practice*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Brent, A., Hendershott, P., & Klosek, M. (2002). Pricing Upwards-only adjusting leases. *The Journal Of Real Estate Finance And Economics*, 25(1), 33-49.
- Buvelot, S. (2007). *Omzethuur en de waarde van Winkelcentra*. Amsterdam School of Real Estate.
- Centraal Planbureau. (2018). *Aanhoudend herstel; Internationale onzekerheden*. Retrieved from <https://www.cpb.nl/publicatie/middellangetermijnverkenning-2018-2021>
- Comeau, J. (2009). *Incorporating Uncertainty into Discounted Cash Flow Equity Valuations*. Retrieved from <https://www.cob.calpoly.edu/undergrad/wp-content/uploads/sites/3/2017/10/Top-Senior-Project-F2009.pdf>
- Copeland, T., & Antikarov, V. (2001). *Real Options*. New York: Texere.
- Cox, J., Ross, S., & Rubinstein, M. (1979). Option pricing: A simplified approach. *Journal Of Financial Economics*, 7(3), 229-263. doi: 10.1016/0304-405x(79)90015-1
- Davis, G. (1996). Real options: Managerial flexibility and strategy in resource allocation. *Resources Policy*, 22(3), 218-220. doi: 10.1016/s0301-4207(97)84900-8
- Deloitte. (2017). IAS 17 — Leases. Retrieved from <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias17>
- Diekerhoff, H. (2017). *Financiering door een schuldfonds als een aanvulling op de traditionele financiering van commercieel vastgoed?*. Amsterdam School of Real Estate.
- Dirksen, M. (2009). *Lease Accounting*.
- Eeken, N., & de Boer, E. (2004). Omzetterelateerde huurprijs. *Tijdschrift Voor Huurrecht Bedrijfsruimte*, 6.
- Eeken, N., & de Fouw, A. (2012). Goedkeuring van afwijkende bedingen. Retrieved from <http://bricksadvocaten.nl/publicatie/goedkeuring-van-afwijkende-bedingen/>
- Europese Commissie. (2010). *International Accounting Standard 17 Leases* [Ebook]. Retrieved from http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/consolidated/ias17_en.pdf
- EY. (2016). *Leases, a summary of IFRS 16 and its effects*.
- Fama, E., & French, K. (1989). Business conditions and expected returns on stocks and bonds. *Journal Of Financial Economics*, 25(1), 23-49. doi: 10.1016/0304-405x(89)90095-0
- French, N., & Gabrielli, L. (2005). Discounted cash flow: accounting for uncertainty. *Journal Of Property Investment & Finance*, 23(1), 75-89. doi: 10.1108/14635780510575102
- Fronik, M. (2016). *De onzekere toekomstige marktwaarde*. Amsterdam School of Real Estate.
- Garvin, A., & Hayes, H. (1982). Managing as if tomorrow mattered. *Harvard Business Review*, May. Retrieved from <https://hbr.org/1982/05/managing-as-if-tomorrow-mattered>
- Geltner, D. (2014). *Commercial real estate*. Mason, OH: OnCourse Learning.
- Geltner, D., & Mei, J. (1995). The present value model with time-varying discount rates: Implications for commercial property valuation and investment decisions. *The Journal Of Real Estate Finance And Economics*, 11(2), 119-135. doi: 10.1007/bf01098657

- Gool, P., Jager, P., Theebe, M., & Weisz, R. (2013). *Onroerend goed als belegging*. Groningen: Noordhoff.
- Haahtela, T. (2012). Differences between financial options and real options. *Lecture Notes In Management Science*, 4, 169-178.
- Hendershott, P., & Ward, C. (2000). Incorporating option-like features in the valuation of shopping centers. *Real Estate Finance*, 16(4), 31-36.
- Hoesli, M., Jani, E., & Bender, A. (2006). Monte Carlo simulations for real estate valuation. *Journal Of Property Investment & Finance*, 24(2), 102-122. doi: 10.1108/14635780610655076
- Horst, P. (2015). Omzethuur in Nederland. *Technische Universiteit Delft*.
- Huchzermeier, A., & Loch, C. (2001). Project Management Under Risk: Using the Real Options Approach to Evaluate Flexibility in R...D. *Management Science*, 47(1), 85-101. doi: 10.1287/mnsc.47.1.85.10661
- Huisman, R. (2012). *Syllabus Real Options in Real Estate*. Amsterdam School of Real Estate.
- Hull, J. (2012). *Options, futures, and other derivatives*. Harlow [etc.]: Pearson.
- IAS 17 Leases. (2017). Retrieved from <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-17-leases/>
- IASB. (2016). *IFRS 16 leases*. IASB. Retrieved from <https://www.ifrs.org/-/media/project/leases/ifrs/published-documents/ifrs16-effects-analysis.pdf>
- IFRS Foundation. (2017). IFRS 13 Fair Value Measurement. Retrieved from <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-13-fair-value-measurement/>
- IFRS Foundation. (2017). IFRS 13 Fair Value Measurement. Retrieved from <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-13-fair-value-measurement/>
- INDITEX. (2017). *Annual Report 2017*. Retrieved from <https://www.inditex.com/documents/10279/563475/2017+Inditex+Annual+Report.pdf/f5be bfa4-edd2-ed6d-248a-8afb85c731d0>
- INREV. (2012). *Financiering door een schuldfonds als een aanvulling op de traditionele financiering van commercieel vastgoed?*. Amsterdam: Vereniging INREV. Retrieved from https://www.inrev.org/system/files/2016-12/INREV_Fund_Style_Classification_Report.pdf
- International Valuation Standards Council. (2016). *IVS 104: Bases of Value*.
- Jones Lang LaSalle. (2012). JLL voorziet opmars van omzethuur. Retrieved from <http://www.vastgoedmarkt.nl/geen-categorie/nieuws/2012/01/jll-voorziet-opmars-van-omzethuur-101103423>
- Jorda, O., Knoll, K., Kuvshinov, D., Schularick, M., & Taylor, A. (2017). The Rate of Return on Everything, 1870–2015. *Federal Reserve Bank Of San Francisco, Working Paper Series*, 01-123. doi: 10.24148/wp2017-25
- Keij, K. (2017). IFRS 16: De nieuwe boekhoudstandaard en de gevolgen hiervan. Retrieved from <http://bricksadvocaten.nl/publicatie/ifrs-16-de-nieuwe-boekhoudstandaard-en-de-gevolgen-hiervan/>
- Kerpestein, G. (2012). M.F.A. Evers, *Huurrecht bedrijfsruimten*, Deventer: Kluwer 2011 (achtste druk). *Tijdschrift Voor De Procespraktijk*, 4, 103-104.
- KPMG. (2017). *Leases Discount Rates, what is the correct rate?*. KPMG.
- Kulatilaka, N. (1993). The Value of Flexibility: The Case of a Dual-Fuel Industrial Steam Boiler. *Financial Management*, 22(3), 271. doi: 10.2307/3665944
- MacMillan, I. (2004). Making real options really work. *Harvard Business Review*, December. Retrieved from <https://hbr.org/2004/12/making-real-options-really-work>
- Majd, S., & Pindyck, R. (1987). Time to build, option value, and investment decisions. *Journal Of Financial Economics*, 18(1), 7-27. doi: 10.1016/0304-405x(87)90059-6
- Moerman, A. (2009). In de crisis een kans. *Amsterdam School Of Real Estate*.
- Mun, J. (2002). *Real Options Analysis [electronic resource] : Tools and Techniques for Valuing Strategic Investments and Decisions* (2nd ed.). Wiley.
- Muthoo, A. (2000). A Non-Technical Introduction to Bargaining Theory. *World Economics*, 1(2), 145-166.

- PKF International. *IAS 17 Leases*. Retrieved from <https://www.pkf.com/media/10031236/ias-17-leases-summary.pdf>
- PWC. (2016). *An industry focus on the impact of IFRS 16 - Retail and consumer*. PwC. Retrieved from <https://www.pwc.com.au/assurance/ifrs/assets/ifrs-spotlight-an-industry-focus-on-the-impact-of-ifrs16-retail-and-consumer.pdf>
- Schoenaker, G. (1999). *Omzet gerelateerde Huur; een onderzoek naar de toepasbaarheid van omzet gerelateerde huur in Nederland*. Technische Universiteit Delft.
- Schulte, R. (2014). *Sales-Based Rent on A1 Retail High Street*.
- Swart, F. (2016). Omzethuur. Retrieved from <http://lexcom.nl/2016/05/09/omzethuur/>
- Sybertsma, F. (2011). *Omzethuur als Managementtool*. Amsterdam School of Real estate.
- Teeuw, F. (2016). *Huurgeschillen ontleed. 8ste, herz. dr. Het huurrecht toegankelijk gemaakt voor huurder en verhuurder*. Delft: Uitgeverij Eburon.
- Triantis, A. (2005). Realizing the Potential of Real Options: Does Theory Meet Practice?. *Journal Of Applied Corporate Finance*, 17(2), 8-16.
- Trigeorgis, L. (1993). Real Options and Interactions with Financial Flexibility. *Financial Management*, 22(3), 202. doi: 10.2307/3665939
- Trigeorgis, L. (2005). MAKING USE OF REAL OPTIONS SIMPLE: AN OVERVIEW AND APPLICATIONS IN FLEXIBLE/MODULAR DECISION MAKING. *The Engineering Economist*, 50(1), 25-53. doi: 10.1080/00137910590917026
- van der Blonk, C. (2018). *Flexibiliteit Gewaardeerd, De waarde van functieflexibiliteit van de stedelijke plint*. Amsterdam School of Real Estate.
- van Ommeren, W. (2015). *Basissyllabus financiële verslaglegging*. Amsterdam School of Real Estate.
- Vis, J. (2006). *Werken met waarde*. [Deventer]: Kluwer.
- Vlek, P., & ... [et al.]. (2011). *Investeren in vastgoed grond en gebieden*. [Delft]: SPRYG Real Estate Academy.
- Welters, W. (2018). Kredietkraan voor vastgoed dit jaar verder open. Retrieved from <http://www.eymontesquieu.com/nlkredietkraan-vastgoed-jaar-open/>

Bijlage 1: Rentetarieven

Rentetarieven Dominvest d.d. 17 augustus 2018

Perioden	t/m 60% mw	t/m 65% mw	t/m 70% mw	t/m 75% mw	t/m 80% mw
1 jaar	3,45%	3,50%	3,60%	4,05%	4,50%
3 Jaar	3,45%	3,50%	3,60%	4,05%	4,50%
5 Jaar	3,60%	3,65%	3,75%	4,30%	4,75%
7 Jaar	3,95%	4,00%	4,10%	4,60%	5,05%
10 Jaar	4,35%	4,40%	4,50%	5,00%	5,45%

Rentetarieven vast zakelijke leningen ING Bank d.d. 17 augustus 2018

Rentevastlening	Vaste debetrente op jaarbasis	
Rentevaste periode	Minimum	Maximum
1 jaar	0,75%	11,80%
3 jaar	0,95%	11,95%
5 jaar	1,20%	12,25%
7 jaar	1,50%	12,55%
10 jaar	1,90%	12,95%

Bijlage 2: Casus huurder A, scenario 1, uitwerkingen balans en resultatenrekening.

Operationele huur				Financiële huur			
Balans 'Huurder A' 01-06-2022				Balans 'Huurder A' 01-06-2022			
Vaste activa (A2)	€ 0	Eigen vermogen	€ 100.000.000	Vaste activa (right of use) (A3)	€ 5.839.756	Eigen vermogen	€ 100.000.000
Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen	€ 1.000.000	Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen	
Liquide middelen (kas)	€ 1.000.000			Liquide middelen (kas) (A13)	€ 540.000	Huurverplichting (A4)	€ 5.379.756
						Lening	€ 1.000.000
	€ 101.000.000		€ 101.000.000		€ 106.379.756		€ 106.379.756
Resultatenrekening jaar 1				Resultatenrekening jaar 1			
Omzet concern	30.000.000	Solvabiliteit (A5)	99%	Omzet concern	30.000.000	Solvabiliteit (A8)	94%
Kostprijs omzet	(12.900.000)			Kostprijs omzet	(12.900.000)		
Bruto winst	17.100.000	Schuld/EBITDA (A6)	9%	Bruto winst	17.100.000	Schuld/EBITDA (A9)	53%
Huurkosten (A1)	(1.200.000)	Interest cover (A7)	303	Huurkosten	-	Interest cover (A10)	52
Overig	(5.000.000)			Overig	(5.000.000)		
Bruto oper. resultaat (EBITDA)	10.900.000			Bruto oper. resultaat (EBITDA)	12.100.000		
Afschrijving	0			Afschrijving (A11)	(1.167.951)		
Netto oper. resultaat (EBIT)	10.900.000			Netto oper. resultaat (EBIT)	10.932.049		
Interestkosten	(36.000)			Interestkosten (A12)	(231.683)		
Winst voor belasting	10.864.000			Winst voor belasting	10.700.366		
Belasting	(2.716.000)			Belasting	(2.675.092)		
Winst na belasting	8.148.000			Winst na belasting	8.025.275		
Balans 'Huurder A' 31-05-2023				Balans 'Huurder A' 31-05-2023			
Vaste activa	€ 0	Eigen vermogen	€ 108.148.000	Vaste activa (right of use)	€ 4.671.804	Eigen vermogen	€ 108.025.275
Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen	€ 1.000.000	Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen:	
Liquide middelen (kas)	€ 9.148.000			Liquide middelen (kas) (A13)	€ 8.728.908	Huurverplichting	€ 4.375.438
						Lening	€ 1.000.000
	€ 109.148.000		€ 109.148.000		€ 113.400.713		€ 113.400.713

Right of Use Asset (A3)	
Initiele huurverplichting (credit, huurverplichting)	€ 5.379.756
Vooruitbetaalde huur (credit, kas)	€ 300.000
Initiele directe kosten (credit, kas)	€ 0
Terugbrengen gehuurde in op te leveren staat (credit, kas)	€ 160.000
Total Right of Use (debit, Right of Use)	€ 5.839.756

Liquide middelen (A13)	
Kassaldo 31-05-2022	€ 1.000.000
Vooruitbetaalde huur (credit, kas)	(€ 300.000)
Initiele directe kosten (credit, kas)	€ 0
Terugbrengen gehuurde in op te leveren staat (credit, kas)	(€ 160.000)
Kassaldo 01-06-2022	€ 540.000

Huurverplichtingen	
Huurverplichtingen 01-06-2022	€ 5.379.756
Rente (credit)	€ 195.683
Geaccumuleerde huurbetaling (debit)	(€ 1.200.000)
Huurverplichting 31-05-2023	€ 4.375.438

Huurverplichting en contante waarde			ROU annuïtair aflosschema			
Kwartaal	Netto huurfactuur	Contante nettohuur	ROU primo	Rente	Aflossing	ROU ultimo
0	300.000	300.000	5.839.756	52.558	€ 267.805	5.571.950
1	300.000	297.324	5.571.950	50.148	€ 270.216	5.301.735
2	300.000	294.672	5.301.735	47.716	€ 272.647	5.029.087
3	300.000	292.044	5.029.087	45.262	€ 275.101	4.753.986
4	304.500	293.780	4.753.986	42.786	€ 277.577	4.476.409
5	304.500	291.160	4.476.409	40.288	€ 280.075	4.196.333
6	304.500	288.563	4.196.333	37.767	€ 282.596	3.913.737
7	304.500	285.989	3.913.737	35.224	€ 285.139	3.628.598
8	309.068	287.689	3.628.598	32.657	€ 287.706	3.340.892
9	309.068	285.123	3.340.892	30.068	€ 290.295	3.050.597
10	309.068	282.580	3.050.597	27.455	€ 292.908	2.757.689
11	309.068	280.060	2.757.689	24.819	€ 295.544	2.462.146
12	313.704	281.725	2.462.146	22.159	€ 298.204	2.163.942
13	313.704	279.212	2.163.942	19.475	€ 300.888	1.863.054
14	313.704	276.722	1.863.054	16.767	€ 303.596	1.559.459
15	313.704	274.253	1.559.459	14.035	€ 306.328	1.253.131
16	318.409	275.884	1.253.131	11.278	€ 309.085	944.046
17	318.409	273.423	944.046	8.496	€ 311.867	632.179
18	318.409	270.984	632.179	5.690	€ 314.673	317.506
19	318.409	268.567	317.506	2.858	€ 317.506	0
Totaal		5.379.756		567.506	5.839.756	

Bijlage 3: Casus huurder A, scenario 2, uitwerkingen balans en resultatenrekening.

Operationele huur				Financiële huur			
Balans 'Huurder A' 01-06-2022				Balans 'Huurder A' 01-06-2022			
Vaste activa (A2)	€ 0	Eigen vermogen	€ 100.000.000	Vaste activa (right of use) (A3)	€ 4.419.817	Eigen vermogen	€ 100.000.000
Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen	€ 1.000.000	Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen	
Liquide middelen (kas)	€ 1.000.000			Liquide middelen (kas) (A13)	€ 615.000	Huurverplichting (A4)	€ 4.034.817
						Lening	€ 1.000.000
	€ 101.000.000		€ 101.000.000		€ 105.034.817		€ 105.034.817
Resultatenrekening jaar 1				Resultatenrekening jaar 1			
Omzet concern	30.000.000	Solvabiliteit (A5)	99%	Omzet concern	30.000.000	Solvabiliteit (A8)	95%
Kostprijs omzet	(12.900.000)			Kostprijs omzet	(12.900.000)		
Bruto winst	17.100.000	Schuld/EBITDA (A6)	9%	Bruto winst	17.100.000	Schuld/EBITDA (A9)	43%
Huurkosten (A1)	(1.200.000)	Interest cover (A7)	303	Huurkosten (A13)	(300.000)	Interest cover (A10)	64
Overig	(5.000.000)			Overig	(5.000.000)		
Bruto oper. Resultaat (EBITDA)	10.900.000			Bruto oper. Resultaat (EBITDA)	11.800.000		
Afschrijving	0			Afschrijving (A11)	(883.963)		
Netto oper. Resultaat (EBIT)	10.900.000			Netto oper. Resultaat (EBIT)	10.916.037		
Interestkosten	(36.000)			Interestkosten (A12)	(184.102)		
Winst voor belasting	10.864.000			Winst voor belasting	10.731.934		
Belasting	(2.716.000)			Belasting	(2.682.984)		
Winst na belasting	8.148.000			Winst na belasting	8.048.951		
Balans 'Huurder A' 31-05-2023				Balans 'Huurder A' 31-05-2023			
Vaste activa	€ 0	Eigen vermogen	€ 108.148.000	Vaste activa (right of use)	€ 3.535.853	Eigen vermogen	€ 108.048.951
Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen	€ 1.000.000	Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen:	
Liquide middelen (kas)	€ 9.148.000			Liquide middelen (kas) (A13)	€ 8.796.016	Huurverplichting	€ 3.282.919
						Lening	€ 1.000.000
	€ 109.148.000		€ 109.148.000		€ 112.331.870		€ 112.331.870

Right of Use Asset (A3)	
Initiele huurverplichting (credit, huurverplichting)	€ 4.034.817
Vooruitbetaalde huur (credit, kas)	€ 225.000
Initiele directe kosten (credit, kas)	€ 0
Terugbrengen gehuurde in op te leveren staat (credit, kas)	€ 160.000
Total Right of Use (debit, Right of Use)	€ 4.419.817

Liquide middelen (A13)	
Kassaldo 31-05-2022	€ 1.000.000
Vooruitbetaalde huur (credit, kas)	(€ 225.000)
Initiele directe kosten (credit, kas)	€ 0
Terugbrengen gehuurde in op te leveren staat (credit, kas)	(€ 160.000)
Kassaldo 01-06-2022	€ 615.000

Huurverplichtingen	
Huurverplichtingen 01-06-2022	€ 4.034.817
Rente (credit)	€ 148.102
Geaccumuleerde huurbetaling (debit)	(€ 900.000)
Huurverplichting 31-05-2023	€ 3.282.919

Huurverplichting en contante waarde			ROU annuïtair aflosschema			
Kwartaal	Netto huurfactuur	Contante nettohuur	ROU primo	Rente	Aflossing	ROU ultimo
0	225.000	225.000	4.419.817	39.778	€ 202.688,32	4.217.128
1	225.000	222.993	4.217.128	37.954	€ 204.512,52	4.012.616
2	225.000	221.004	4.012.616	36.114	€ 206.353,13	3.806.263
3	225.000	219.033	3.806.263	34.256	€ 208.210,31	3.598.052
4	228.375	220.335	3.598.052	32.382	€ 210.084,20	3.387.968
5	228.375	218.370	3.387.968	30.492	€ 211.974,96	3.175.993
6	228.375	216.422	3.175.993	28.584	€ 213.882,73	2.962.111
7	228.375	214.492	2.962.111	26.659	€ 215.807,68	2.746.303
8	231.801	215.767	2.746.303	24.717	€ 217.749,95	2.528.553
9	231.801	213.843	2.528.553	22.757	€ 219.709,70	2.308.843
10	231.801	211.935	2.308.843	20.780	€ 221.687,08	2.087.156
11	231.801	210.045	2.087.156	18.784	€ 223.682,27	1.863.474
12	235.278	211.294	1.863.474	16.771	€ 225.695,41	1.637.778
13	235.278	209.409	1.637.778	14.740	€ 227.726,67	1.410.052
14	235.278	207.541	1.410.052	12.690	€ 229.776,21	1.180.276
15	235.278	205.690	1.180.276	10.622	€ 231.844,19	948.431
16	238.807	206.913	948.431	8.536	€ 233.930,79	714.501
17	238.807	205.068	714.501	6.431	€ 236.036,17	478.464
18	238.807	203.238	478.464	4.306	€ 238.160,49	240.304
19	238.807	201.426	240.304	2.163	€ 240.303,94	(0)
Totaal		4.034.817		429.517	4.419.817	

Bijlage 4: Casus huurder B, scenario 1, uitwerkingen balans en resultatenrekening.

Operationele huur				Financiële huur			
Balans 'Huurder B' 01-09-2022				Balans 'Huurder B' 01-09-2022			
Vaste activa (B2)	€ 0	Eigen vermogen	€ 100.000.000	Vaste activa (right of use) (B3)	€ 4.893.130	Eigen vermogen	€ 100.000.000
Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen	€ 1.000.000	Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen	
Liquide middelen (kas)	€ 1.000.000			Liquide middelen (kas) (B13)	€ 590.000	Huurverplichting (B4)	€ 4.483.130
						Lening	€ 1.000.000
	€ 101.000.000		€ 101.000.000		€ 105.483.130		€ 105.483.130
Resultatenrekening jaar 1				Resultatenrekening jaar 1			
Omzet concern	30.000.000	Solvabiliteit (B5)	99%	Omzet concern	30.000.000	Solvabiliteit (B8)	95%
Kostprijs omzet	(12.900.000)	Schuld/EBITDA (B6)	9%	Kostprijs omzet	(12.900.000)	Schuld/EBITDA (B9)	45%
Bruto winst	17.100.000	Interest cover (B7)	308	Bruto winst	17.100.000	Interest cover (B10)	61
Huurkosten (B1)	(1.000.000)			Huurkosten	-		
Overig	(5.000.000)			Overig	(5.000.000)		
Bruto oper. Resultaat (EBITDA)	11.100.000			Bruto oper. Resultaat (EBITDA)	12.100.000		
Afschrijving	0			Afschrijving (B11)	(978.626)		
Netto oper. Resultaat (EBIT)	11.100.000			Netto oper. Resultaat (EBIT)	11.121.374		
Interestkosten	(36.000)			Interestkosten (B12)	(199.963)		
Winst voor belasting	11.064.000			Winst voor belasting	10.921.412		
Belasting	(2.766.000)			Belasting	(2.730.353)		
Winst na belasting	8.298.000			Winst na belasting	8.191.059		
Balans 'Huurder B' 30-08-2023				Balans 'Huurder B' 30-08-2023			
Vaste activa	€ 0	Eigen vermogen	€ 108.298.000	Vaste activa (right of use)	€ 3.914.504	Eigen vermogen	€ 108.191.059
Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen	€ 1.000.000	Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen:	
Liquide middelen (kas)	€ 9.298.000			Liquide middelen (kas) (B13)	€ 8.923.647	Huurverplichting	€ 3.647.092
						Lening	€ 1.000.000
	€ 109.298.000		€ 109.298.000		€ 112.838.151		€ 112.838.151

Right of Use Asset (B3)	
Initiele huurverplichting (credit, huurverplichting)	€ 4.483.130
Vooruitbetaalde huur (credit, kas)	€ 250.000
Initiele directe kosten (credit, kas)	€ 0
Terugbrengen gehuurde in op te leveren staat (credit, kas)	€ 160.000
Total Right of Use (debit, Right of Use)	€ 4.893.130

Liquide middelen (B13)	
Kassaldo 30-08-2022	€ 1.000.000
Vooruitbetaalde huur (credit, kas)	(€ 250.000)
Initiele directe kosten (credit, kas)	€ 0
Terugbrengen gehuurde in op te leveren staat (credit, kas)	(€ 160.000)
Kassaldo 01-09-2022	€ 590.000

Huurverplichtingen	
Huurverplichtingen 01-09-2022	€ 4.483.130
Rente (credit)	€ 163.963
Geaccumuleerde huurbetaling (debit)	(€ 1.000.000)
Huurverplichting 30-08-2023	€ 3.647.092

Huurverplichting en contante waarde			ROU annuair aflosschema			
Kwartaal	Netto huurfactuur	Contante nettohuur	ROU primo	Rente	Aflossing	ROU ultimo
0	250.000	250.000	4.893.130	44.038	€ 224.394	4.668.736
1	250.000	247.770	4.668.736	42.019	€ 226.414	4.442.322
2	250.000	245.560	4.442.322	39.981	€ 228.451	4.213.871
3	250.000	243.370	4.213.871	37.925	€ 230.507	3.983.364
4	253.750	244.817	3.983.364	35.850	€ 232.582	3.750.782
5	253.750	242.633	3.750.782	33.757	€ 234.675	3.516.107
6	253.750	240.469	3.516.107	31.645	€ 236.787	3.279.319
7	253.750	238.324	3.279.319	29.514	€ 238.918	3.040.401
8	257.556	239.741	3.040.401	27.364	€ 241.069	2.799.333
9	257.556	237.603	2.799.333	25.194	€ 243.238	2.556.095
10	257.556	235.483	2.556.095	23.005	€ 245.427	2.310.667
11	257.556	233.383	2.310.667	20.796	€ 247.636	2.063.031
12	261.420	234.771	2.063.031	18.567	€ 249.865	1.813.166
13	261.420	232.677	1.813.166	16.318	€ 252.114	1.561.053
14	261.420	230.601	1.561.053	14.049	€ 254.383	1.306.670
15	261.420	228.544	1.306.670	11.760	€ 256.672	1.049.998
16	265.341	229.903	1.049.998	9.450	€ 258.982	791.016
17	265.341	227.853	791.016	7.119	€ 261.313	529.703
18	265.341	225.820	529.703	4.767	€ 263.665	266.038
19	265.341	223.806	266.038	2.394	€ 266.038	0
Totaal		4.483.130		475.513	4.893.130	

Bijlage 5: Casus huurder B, scenario 2, uitwerkingen balans en resultatenrekening.

Operationele huur				Financiële huur			
Balans 'Huurder B' 01-09-2022				Balans 'Huurder B' 01-09-2022			
Vaste activa (B2)	€ 0	Eigen vermogen	€ 100.000.000	Vaste activa (right of use) (B3)	€ 2.999.878	Eigen vermogen	€ 100.000.000
Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen	€ 1.000.000	Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen	
Liquide middelen (kas)	€ 1.000.000			Liquide middelen (kas) (B13)	€ 690.000	Huurverplichting (B4)	€ 2.689.878
						Lening	€ 1.000.000
	€ 101.000.000		€ 101.000.000		€ 103.689.878		€ 103.689.878
Resultatenrekening jaar 1				Resultatenrekening jaar 1			
Omzet concern	30.000.000	Solvabiliteit (B5)	99%	Omzet concern	30.000.000	Solvabiliteit (B8)	96%
Kostprijs omzet	(12.900.000)	Schuld/EBITDA (B6)	9%	Kostprijs omzet	(12.900.000)	Schuld/EBITDA (B9)	32%
Bruto winst	17.100.000	Interest cover (B7)	308	Bruto winst	17.100.000	Interest cover (B10)	86
Huurkosten (B1)	(1.000.000)			Huurkosten (B13)	(400.000)		
Overig	(5.000.000)			Overig	(5.000.000)		
Bruto oper. Resultaat (EBITDA)	11.100.000			Bruto oper. Resultaat (EBITDA)	11.700.000		
Afschrijving	0			Afschrijving (B11)	(599.976)		
Netto oper. Resultaat (EBIT)	11.100.000			Netto oper. Resultaat (EBIT)	11.100.024		
Interestkosten	(36.000)			Interestkosten (B12)	(136.522)		
Winst voor belasting	11.064.000			Winst voor belasting	10.963.502		
Belasting	(2.766.000)			Belasting	(2.740.876)		
Winst na belasting	8.298.000			Winst na belasting	8.222.627		
Balans 'Huurder B' 30-08-2023				Balans 'Huurder B' 30-08-2023			
Vaste activa	€ 0	Eigen vermogen	€ 108.298.000	Vaste activa (right of use)	€ 2.399.902	Eigen vermogen	€ 108.222.627
Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen	€ 1.000.000	Vlottende activa	€ 100.000.000	Vreemd vermogen:	
Liquide middelen (kas)	€ 9.298.000			Liquide middelen (kas) (B13)	€ 9.013.124	Huurverplichting	€ 2.190.400
						Lening	€ 1.000.000
	€ 109.298.000		€ 109.298.000		€ 111.413.027		€ 111.413.027

Right of Use Asset (B3)	
Initiele huurverplichting (credit, huurverplichting)	€ 2.689.878
Vooruitbetaalde huur (credit, kas)	€ 150.000
Initiele directe kosten (credit, kas)	€ 0
Terugbrengen gehuurde in op te leveren staat (credit, kas)	€ 160.000
Total Right of Use (debit, Right of Use)	€ 2.999.878

Liquide middelen (B13)	
Kassaldo 30-08-2022	€ 1.000.000
Vooruitbetaalde huur (credit, kas)	(€ 150.000)
Initiele directe kosten (credit, kas)	€ 0
Terugbrengen gehuurde in op te leveren staat (credit, kas)	(€ 160.000)
Kassaldo 01-09-2022	€ 690.000

Huurverplichtingen	
Huurverplichtingen 01-09-2022	€ 2.689.878
Rente (credit)	€ 100.522
Geaccumuleerde huurbetaling (debit)	(€ 600.000)
Huurverplichting 30-08-2023	€ 2.190.400

Huurverplichtingen contante waarde			ROU annuïtair aflosschema			
Kwartaal	Netto huurfactuur	Contante nettohuur	ROU primo	Rente	Aflossing	ROU ultimo
0	150.000	150.000	2.999.878	26.999	€ 137.571	2.862.306
1	150.000	148.662	2.862.306	25.761	€ 138.810	2.723.497
2	150.000	147.336	2.723.497	24.511	€ 140.059	2.583.438
3	150.000	146.022	2.583.438	23.251	€ 141.319	2.442.119
4	152.250	146.890	2.442.119	21.979	€ 142.591	2.299.528
5	152.250	145.580	2.299.528	20.696	€ 143.875	2.155.653
6	152.250	144.281	2.155.653	19.401	€ 145.169	2.010.484
7	152.250	142.994	2.010.484	18.094	€ 146.476	1.864.008
8	154.534	143.845	1.864.008	16.776	€ 147.794	1.716.214
9	154.534	142.562	1.716.214	15.446	€ 149.124	1.567.089
10	154.534	141.290	1.567.089	14.104	€ 150.466	1.416.623
11	154.534	140.030	1.416.623	12.750	€ 151.821	1.264.802
12	156.852	140.862	1.264.802	11.383	€ 153.187	1.111.615
13	156.852	139.606	1.111.615	10.005	€ 154.566	957.049
14	156.852	138.361	957.049	8.613	€ 155.957	801.093
15	156.852	137.127	801.093	7.210	€ 157.360	643.732
16	159.205	137.942	643.732	5.794	€ 158.777	484.956
17	159.205	136.712	484.956	4.365	€ 160.206	324.750
18	159.205	135.492	324.750	2.923	€ 161.648	163.102
19	159.205	134.284	163.102	1.468	€ 163.102	0
Totaal	2.689.878		291.527	2.999.878		

Bijlage 6: Casus huurder A, scenario 1, uitwerkingen binominaal optiemodel

Minimale huur	€ 1.200.000
Omzethuurpercentage	10%
Drempelwaarde Omzet	€ 12.000.000
Fictieve omzet	€ 8.000.000
Totale huur	€ 1.200.000
Tijd tot expiratie in jaren	5
Binominale stappen	5
t	1
Standaarddeviatie omzetonwikkeling	51%
Rente	0,45%

u	1,663
d	0,601
P	38,0%

ROU bij aanvang	€ 5.839.756
Optiewaarde (c)	€ 260.877
Strategise NHW	€ 6.100.632

Waarde Calloptie verhuurder op basis van omzetonwikkeling

Tijd	31-05-23	31-05-24	31-05-25	31-05-26	31-05-27
	1	2	3	4	5
					€ 61.242.627
				€ 36.818.226	€ 6.124.263
			€ 22.134.611	€ 3.681.823	€ 22.134.611
			€ 2.213.461		€ 2.213.461
		€ 13.307.024		€ 13.307.024	
		€ 1.330.702		€ 1.330.702	
Omzet (S) =	€ 8.000.000		€ 8.000.000		€ 8.000.000
H(totaal) (afgeleide) =	€ 1.200.000		€ 1.200.000		€ 1.200.000
		€ 4.809.490		€ 4.809.490	
		€ 1.200.000		€ 1.200.000	
			€ 2.891.399		€ 2.891.399
			€ 1.200.000		€ 1.200.000
				€ 1.738.270	
				€ 1.200.000	
					€ 1.045.024
					€ 1.200.000

Tijd	31-05-23	31-05-24	31-05-25	31-05-26	31-05-27
	1	2	3	4	5
					€ 4.924.263
				€ 2.487.210	
			€ 1.211.753		€ 1.013.461
		€ 569.436		€ 400.800	
Waarde call optie omzethuur (c)	€ 260.877		€ 158.507		€ 0
		€ 62.686		€ 0	
			€ 0		€ 0
				€ 0	
					€ 0

Bijlage 7: Casus huurder A, scenario 2, uitwerkingen binominaal optiemodel

Minimale huur	€ 900.000
Omzethuurpercentage	15%
Drempelwaarde Omzet	€ 6.000.000
Fictieve omzet	€ 8.000.000
Totale huur	€ 1.200.000
Tijd tot expiratie in jaren	5
Binominale stappen	5
t	1
Standaarddeviatie omzetonwikkeling	51%
Rente	0,45%

u	1,663
d	0,601
P	38,0%

ROU bij aanvang	€ 4.419.817
Optiewaarde (c)	€ 491.628
Strategie NHW	€ 4.911.445

Waarde Calloptie verhuurder op basis van omzetonwikkeling

Tijd	31-05-23	31-05-24	31-05-25	31-05-26	31-05-27
	1	2	3	4	5
					€ 61.242.627
					€ 9.186.394
				€ 36.818.226	
				€ 5.522.734	
			€ 22.134.611		€ 22.134.611
			€ 3.320.192		€ 3.320.192
		€ 13.307.024		€ 13.307.024	
		€ 1.996.054		€ 1.330.702	
Omzet (S) =	€ 8.000.000		€ 8.000.000		€ 8.000.000
H(totaal) (afgeleide) =	€ 1.200.000		€ 1.200.000		€ 1.200.000
		€ 4.809.490		€ 4.809.490	
		€ 900.000		€ 900.000	
			€ 2.891.399		€ 2.891.399
			€ 900.000		€ 900.000
				€ 1.738.270	
				€ 900.000	
					€ 1.045.024
					€ 900.000

Tijd	31-05-23	31-05-24	31-05-25	31-05-26	31-05-27
	1	2	3	4	5
					€ 7.986.394
				€ 4.328.122	
			€ 2.188.905		€ 2.120.192
		€ 1.054.395		€ 838.485	
				€ 0	
Waarde call optie omzethuur (c)	€ 491.628		€ 331.601		€ 0
		€ 131.140		€ 0	
			€ 0		€ 0
				€ 0	
					€ 0

Bijlage 8: Casus huurder B, scenario 1, uitwerkingen binominaal optiemodel

Minimale huur	€ 1.000.000
Omzethuurpercentage	10%
Drempelwaarde Omzet	€ 10.000.000
Fictieve omzet	€ 7.000.000
Totale huur	€ 1.000.000
Tijd tot expiratie in jaren	5
Binominale stappen	5
t	1
Standaarddeviatie omzetonwikkeling	24%
Rente	0,45%

u	1,274
d	0,785
P	45%

ROU bij aanvang	€ 4.893.130
Optiewaarde (c)	€ 42.532
Strategise NHW	€ 4.935.662

Waarde Calloptie verhuurder op basis van omzetonwikkeling

Tijd	30-08-23	30-08-24	30-08-25	30-08-26	30-08-27
	1	2	3	4	5
					€ 18.469.381
				€ 1.449.151	€ 1.846.938
			€ 11.370.385	€ 14.491.514	
			€ 1.137.039	€ 1.449.151	€ 11.370.385
		€ 8.921.474		€ 8.921.474	€ 1.137.039
		€ 1.000.000		€ 1.000.000	
Omzet (S) =	€ 7.000.000		€ 7.000.000		€ 7.000.000
H(totaal) (afgeleide) =	€ 1.000.000		€ 1.000.000		€ 1.000.000
		€ 5.492.366		€ 5.492.366	
		€ 1.000.000		€ 1.000.000	
			€ 4.309.441		€ 4.309.441
			€ 1.000.000		€ 1.000.000
				€ 3.381.289	
				€ 1.000.000	
					€ 2.653.040
					€ 1.000.000

Tijd	30-08-23	30-08-24	30-08-25	30-08-26	30-08-27
	1	2	3	4	5
					€ 846.938
				€ 453.641	
			€ 210.250		€ 137.039
		€ 95.348		€ 54.195	
Waarde call optie omzethuur (c)	€ 42.532		€ 21.433		€ 0
		€ 8.476		€ 0	
			€ 0		€ 0
				€ 0	
					€ 0

Bijlage 9: Casus huurder B, scenario 2, uitwerkingen binominaal optiemodel

Minimale huur	€ 600.000
Omzethuurpercentage	14,29%
Drempelwaarde Omzet	€ 4.200.000
Fictieve omzet	€ 7.000.000
Totale huur	€ 1.000.000
Tijd tot expiratie in jaren	5
Binominale stappen	5
t	1
Standaarddeviatie omzetonwikkeling	24%
Rente	0,45%

u	1,274
d	0,785
p	45%

ROU bij aanvang	€ 4.419.817
Optiewaarde (c)	€ 132.413
Strategise NHW	€ 4.552.229

Waarde Calloptie verhuurder op basis van omzetonwikkeling

Tijd	30-08-23	30-08-24	30-08-25	30-08-26	30-08-27
	1	2	3	4	5
					€ 18.469.381
				€ 2.638.483	
				€ 14.491.514	
				€ 2.070.216	
			€ 11.370.385		€ 11.370.385
			€ 1.624.341		€ 1.624.341
		€ 8.921.474		€ 8.921.474	
		€ 1.274.496		€ 1.000.000	
Omzet (S) =	€ 7.000.000		€ 7.000.000		€ 7.000.000
H(totaal) (afgeleide) =	€ 1.000.000		€ 1.000.000		€ 1.000.000
		€ 5.492.366		€ 5.492.366	
		€ 784.624		€ 784.624	
			€ 4.309.441		€ 4.309.441
			€ 615.634		€ 615.634
				€ 3.381.289	
				€ 600.000	
					€ 2.653.040
					€ 600.000

Tijd	30-08-23	30-08-24	30-08-25	30-08-26	30-08-27
	1	2	3	4	5
					€ 1.638.483
				€ 1.074.706	
			€ 565.554		€ 624.341
		€ 279.241		€ 246.912	
				€ 0	
Waarde call optie omzethuur (c)	€ 132.413		€ 97.648		€ 0
		€ 38.617		€ 0	
			€ 0		€ 0
				€ 0	
					€ 0

Bijlage 10: Vragenlijst

Vragenlijst semigestructureerde interviews huurders/verhuurders:

1. Bent u bekend met de IFRS 16?
2. Wat zijn de effecten van de IFRS 16 lease standaard op uw organisatie?
3. In hoeverre hanteert uw organisatie omzethuur?
4. Wat zijn volgens u de nadelen van omzethuur en wat zijn de voordelen?
5. Heeft uw organisatie in het kader van de IFRS 16 een nieuw beleid m.b.t. omzethuur of de looptijd van huurovereenkomsten?
6. Zijn er andere factoren die invloed hebben op het beleid m.b.t. omzethuur of de looptijd van huurovereenkomsten?
7. In hoeverre zou u overwegen een hogere omzethuurcomponent of kortere looptijd van de huurovereenkomst te onderhandelen om de effecten van de IFRS 16 op de balans en resultatenrekening te verminderen?
8. Zou u bereid zijn in bij aanvang van de huurovereenkomst, de toekomstige omzethuurfluctuatie in 1 keer af te kopen om de effecten van de IFRS 16 te verminderen op de balans?

Vragenlijst semigestructureerde interviews adviseur/accountant:

9. Wat zijn de effecten van de IFRS 16 lease standaard op uw organisaties die u adviseert?
10. In hoeverre wordt de IFRS 16 gezien als een uitdaging?
11. In hoeverre wordt u gevraagd te adviseren over IFRS 16 in combinatie met omzethuur?
12. Hoe zou een compensatie als bedoelt in dit onderzoek verwerkt moeten worden op de balans?

De vragen zijn onderverdeeld in de volgende onderwerpen:

	Vraag #
IFRS 16 context	1, 2, 9, 10
Contractvoorwaarden	3, 4
IFRS 16 en contractvoorwaarden	5, 6, 7, 8, 11, 12

Interview Jay Tahtah, Partner PWC gespecialiseerd in verslaggeving onder IFRS

Samenvatting:

9 Wat zijn de effecten van de IFRS 16 lease standaard op uw organisaties die u adviseert?

Er gaat een enorme druk ontstaan op onderhandelingen tussen de huurder en de verhuurder waarbij de duidelijke trend zal zijn naar meer variabele huur. Je ziet nu vaak binnen een huurovereenkomst dat 90% vaste omzethuurcomponent is en 10% variabel. Die variabele component gaat groter worden. Tevens zullen de huurcontracten korter worden. De huurder gaat steeds sterker kijken of ze echt een lange huurovereenkomst nodig of dat ze toch meer flexibiliteit in gaan bouwen. Flexibiliteit heeft een prijs en dat zullen de onderhandelingen moeten uitwijzen. Dit komt vaak naar voren in discussies die ik met bedrijven en klanten heb. Tevens komt er meer focus op de servicekosten component en minder op lease. Belang van services wordt steeds groter t.o.v. de kale huur want deze hoeft nog niet op de balans te worden verwerkt. Sale-and-lease-back transacties worden ook steeds minder populair omdat je dan per definitie het actief terug op de balans krijgt als huurder. Er worden zelfs al historische sale-and-lease-back transacties teruggedraaid.

10 In hoeverre wordt de IFRS 16 gezien als een uitdaging?

Een onderneming krijgt meer schuld op de balans en dat heeft een kostprijs want dit raakt de credit rating van het bedrijf en daarmee dus de kosten van vreemd vermogen. Dus met meer schuld verslechteren de ratio's. Juist dit wordt met de IFRS 16 heel transparant gemaakt. Kortom, de uitdaging zit erin dat de credit rating en de cost of borrowing negatief beïnvloed wordt. Normaliter zou door een financieel analist hiervoor gecorrigeerd moeten worden, maar dit wordt in praktijk vooral gedaan door de zeer sophisticated analisten en zelf zij moeten zich baseren op beperkte informatie. Er wordt namelijk erg weinig toegelicht op off-balance verplichtingen in de jaarrekening. Met de IFRS 16 wordt duidelijk dat bepaalde huurders zwaar overleveraged zijn en dat er risico's in de onderneming zitten die (vreemd vermogen) investeerders nog niet eerder was opgevallen.

11 Wat wordt u het meest gevraagd over te adviseren inzake de IFRS 16?

Veel vraagstukken focussen zich op het minimaliseren van het effect van de IFRS 16 op de balans. Dat is echter geen doel an sich. Huurovereenkomsten worden vaak decentraal afgesloten en vanuit de groep hebben ze daar niet vaak zicht op. Met de IFRS 16 wordt vanuit de groep zichtbaar wat voor schulden er zijn aangegaan en daar schrikt men soms van. Hierdoor ontstaat wederom de druk van bovenaf naar beneden om overeenkomsten korter af te sluiten of met een grotere variabele component. Daarnaast zijn er bedrijven die de balans zo strak mogelijk willen houden en het niet leuk vinden dat alles op de balans komt en die gaan kijken naar andere mogelijkheden om het buiten de balans te houden.

12 Hoe zou een compensatie als bedoelt in dit onderzoek verwerkt moeten worden op de balans?

Aan de basis van de term variabel binnen de IFRS 16 staat een term 'substance fixed'. In de verslaggeving voor de huurder wordt gefocust op afhankelijkheid van gebruik. Dus, zodra er componenten in de huur zitten waar ik als huurder geen controle over heb, maar de verhuurder bepaald of het in rekening wordt gebracht, dan moet de huurder de verplichting pakken voor het volle bedrag. Indien de verhuurder invloed heeft op de kosten, dan worden deze niet als variabel gezien en zullen op de balans moeten worden verwerkt. In geval van een compensatie voor het afkopen van toekomstige omzetvolatiliteit zal deze compensatie bij de huurverplichting opgeteld moeten worden. Nuance in deze is een contract met een variabele component waarin het aan de discretie van de verhuurder is om de variabele component in rekening te brengen, dan moet de huurder de volledige huurstream als 'vast' verwerken en dus op de balans verwerken.

Interview Jan Willem Hilbron, Senior Vice President Business Development at HMSHost International

1. Bent u bekend met de IFRS 16?

Ja, wij zijn onderdeel van Autogrill en wij zijn in Milaan aan de beurs genoteerd. Autogrill hanteert de IFRS standaard.

2. Wat zijn de effecten van de IFRS 16 lease standaard op uw organisatie?

Eigenlijk verandert er weinig, wij focussen vooral op de beurskoers en dus op de eigen vermogen verschaffers. In die zin is het een hele goede regel want het zorgt voor veel transparantie. Wij hebben veelal kortlopende contracten aan de inkomstenkant. Aan de verplichtingenkant staan vaak langere contracten. De risicoperceptie van de aandeelhouders door de IFRS kan mogelijk veranderen. Kijk naar een bedrijf als ons met weinig assets en een hoog resultaat. Wanneer alle verplichtingen inzichtelijk worden, zien de verhoudingen er ineens wel vreemd uit. Wij draaien 4,4 mld. Horecaomzet per jaar. Wanneer we vanaf vandaag geen deals meer maken, zijn we over 10 jaar out of business vanwege de lange termijn verplichtingen die er tegenover staan. Er wordt dus gekeken hoe de effecten op de balans verminderd kunnen worden. Een mogelijkheid kan zijn dus om de gegarandeerde verplichtingen te verminderen. Het lijkt erop dat wij alle gegarandeerde huur op de balans moeten verwerken. Wij zijn het hier echter niet mee eens. Wij zijn van mening dat wanneer wij het op de balans moeten verwerken, onze concurrenten dat ook zullen moeten. Er wordt gekeken naar de mogelijkheden om de effecten te minimaliseren.

3. In hoeverre hanteert uw organisatie omzethuur?

Bijna altijd. Wij zitten in high traffic centers en in 99% van de gevallen hanteren wij huur met een omzetcomponent.

4. Wat zijn volgens u de nadelen van omzethuur en wat zijn de voordelen?

Je zorgt samen ervoor dat je er komt. Wij zoeken graag die combinatie. Het zorgt ervoor dat de neuzen dezelfde kant op staan. Dit kan echter alleen wanneer je als eigenaar tools in handen hebt om de kwaliteit te beïnvloeden. Hierbij kan gedacht worden aan uitzetting bij slecht resultaat. Dit is binnen Nederland gezien de bescherming van het huurrecht nog lastig.

5. Heeft uw organisatie in het kader van de IFRS 16 een nieuw beleid m.b.t. omzethuur of de looptijd van huurovereenkomsten?

Nee, niet echt. Onze IRR richtlijnen en payback periods zijn allemaal hetzelfde. Men is wat kritischer op de mix van componenten binnen de huurovereenkomst misschien. Wij zitten eigenlijk in de luxepositie. Voor ons heeft het weinig invloed vanwege het type bedrijf dat wij zijn. Wij leveren een bepaalde kwaliteit en dan maakt de IFRS 16 uiteindelijk niet veel uit. Het komt maar heel zelden voor dat wij in de problemen komen. Ik heb 700 operationele locaties en ik heb maar in 4 van die een probleem. Kortom, er zit weinig risico in onze operatie. De kwaliteit van de contracten aan de inkomstenkant is dusdanig gezekerd dat de balanspositie te verklaren is. Wij proberen altijd een gecombineerde omzetgarantie af te sluiten. Hiermee wordt dus niet per winkel afgerekend maar op basis van de omzetten van de verschillende winkels die wij binnen de cluster van het eigendom van de verhuurder hebben liggen. Dit geeft veel minder risico voor ons en voor de verhuurder. Het moet wel erg slecht gaan voordat verlies gemaakt wordt.

6. Zijn er andere factoren die invloed hebben op het beleid m.b.t. omzethuur of de looptijd van huurovereenkomsten?

Voornamelijk land en locatie. In Turkije of China, dan kan je morgen je contract kwijt zijn, dus dan kijken we anders naar het (terug)verdienmodel.

7. In hoeverre zou u overwegen een hogere omzethuurcomponent of kortere looptijd van de huurovereenkomst te onderhandelen om de effecten van de IFRS 16 op de balans en resultatenrekening te verminderen?

Bij lopende huurovereenkomsten niet. Wij onderhandelen alleen over omzethuurpercentages wanneer de rendementen van de verkooppunten niet goed is. Bij nieuwe huurovereenkomsten, zeker. Voor ons is een huurovereenkomst met een zo groot mogelijke omzetcomponent altijd opportuun. Dit is eerder ook al besproken, dat wij kijken naar het verminderen van de effecten van de IFR 16. In geval van een huurovereenkomst die volledig is gebaseerd op omzethuur en wij geen investeringen hoeven te doen, zal de CFO op tafel dansen. Bij ons zit de decision making vooral in de keuze: In welke opportunity's investeren wij Capex en in welke niet.

8. Zou u bereid zijn in bij aanvang van de huurovereenkomst, de toekomstige omzethuurfluctuatie in 1 keer af te kopen om de effecten van de IFRS 16 te verminderen op de balans?

Indien wij de huur flexibel kunnen maken aan de hand van de omzet heeft dat voor ons altijd de voorkeur. Het delen van risico is voor ons van belang. Dit zou een mogelijkheid kunnen zijn.

Interview Michel Hoogervorst, CFO Klepierre Netherlands.

1. Bent u bekend met de IFRS 16?

Ja. Wij moeten rapporteren conform IFRS-standaarden.

2. Wat zijn de effecten van de IFRS 16 lease standaard op uw organisatie?

Voor ons als verhuurder zijn er zeker effecten. Niet zozeer vanuit de optiek van de huur/verhuurder relatie maar in de vorm van erfpacht. Wij hebben veel erfpacht in de Nederlandse portefeuille. Hiervoor wordt soms een canon betaald. Effect van de IFRS 16 is dat de toekomstige canonverplichtingen ook op de balans moeten worden genomen.

3. In hoeverre hanteert uw organisatie omzethuur?

Wij hanteren standaard een omzethuurcomponent binnen de huurovereenkomsten. Dit kan volledige omzethuur zijn, maar meestal de combinatie van een minimale huurstream met een omzethuurcomponent.

4. Wat zijn volgens u de nadelen van omzethuur en wat zijn de voordelen?

Een omzethuurcomponent geeft inzicht in de performance van huurders. Dit is zeer waardevol voor een shopping center. Nadelig zijn de effecten op de waardering wanneer de minimale huurstream niet gelijk is aan de markthuur, maar lager ligt. Daarom stellen wij de minimale huurstream altijd gelijk aan de markthuur. Indien er omzethuur gehaald wordt is dit een kers op de taart.

5. Heeft uw organisatie in het kader van de IFRS 16 een nieuw beleid m.b.t. omzethuur of de looptijd van huurovereenkomsten?

Nee, de effecten op gebied van huur zijn vooral voor de huurder. Wij hebben geen discussies gehad met huurders of verzoeken van huurders waarin IFRS 16 aan bod kwam. Wel merken wij dat er sinds een paar jaar meer nadruk op flexibiliteit voor de huurder komt te liggen. Dit kan natuurlijk volgen uit zowel de turbulente retailmarkt alsmede de IFRS 16. Dat is voor ons onduidelijk. Wel zien wij dat voor ons bijvoorbeeld erfpachtconstructies gevolgen kunnen hebben op de balanspositie. Hierop acteren wij door strategisch anders te kijken naar jaarlijkse erfpachtcanon. Alsin, moeten wij deze jaarlijks blijven betalen of moeten wij deze in 1 keer afbetalen. De discussie voor ons zit hem nu in de disconteringsvoet van de kapitalisatie van de canon. Dit wordt op groepsniveau uitgebreid besproken. Indien dit voor ons al een aandachtspunt is, als organisatie met een zware balans met veel kapitaal, dan kan ik mij voorstellen dat voor een huurder die een lichte balans door de off-balance verplichtingen, de effecten groter zijn en dit zeker een aandachtspunt is.

6. Zijn er andere factoren die invloed hebben op het beleid m.b.t. omzethuur of de looptijd van huurovereenkomsten?

Voor ons is het puur een kwestie van de karakteristieke van de huurder waarmee gesproken wordt. Wij zullen alleen bij de grotere internationale ketens, waarmee op groepsniveau veel onderlinge belangen zijn, afwijking van onze standaard looptijd en minimale huur accepteren. Zoals eerder, wij hanteren standaard een na 10 jaar eindigend contract.

7. In hoeverre zou u overwegen een hogere omzethuurcomponent of kortere looptijd van de huurovereenkomst te onderhandelen om de effecten van de IFRS 16 op de balans en resultatenrekening te verminderen?

Om het voor de huurder te verminderen? Dat zou mogelijk zijn, maar dan moet er wel onderhandeld worden over een compensatie. Wij zijn verantwoordelijk voor het in standhouden van de waarde van het vastgoed en het optimaliseren van de resultatenrekening voor Nederland. Dit zijn communicerende vaten.

8. Zou u bereid zijn in bij aanvang van de huurovereenkomst, de toekomstige omzethuurfluctuatie in 1 keer af te kopen om de effecten van de IFRS 16 te verminderen op de balans?

In geval van erfpacht zijn wij dit bereid te doen. In geval van een huurovereenkomst zullen wij dit ook wel willen beoordelen indien een huurder dit aandraagt. Dit vermindert voor ons namelijk sterk het toekomstig risico. Echter, het is de vraag in hoeverre een huurder hiertoe bereid is aangezien er gedurende de huurovereenkomst veel kan gebeuren. Zo kunnen omzetten tegenvallen door externe factoren terwijl ze de verplichting al voldaan hebben. Dit geldt daarentegen ook andersom. Wanneer alles heel erg mee zit, dan heeft de huurder het voordeel en zal de huurstream niet verder stijgen. Wel geeft dit een eindeloze discussie bij huuronderhandelingen. Denk bijvoorbeeld aan de disconteringsvoet die voor ons nu al een uitdaging is zuiver vast te stellen in de erfpachtsituatie. Tevens zal deze per shopping center afwijken. Zo zal de disconteringsvoet in Hoog Catharijne lager zijn dan in andere shopping centers die minder centraal liggen en het risico hoger is.

Interview Roel Schulte, Real Estate and Expansion Manager Benelux Inditex.

1. Bent u bekend met de IFRS 16?

Jazeker, als Inditex zijn rapporteren wij middels de IFRS 16.

2. Wat zijn de effecten van de IFRS 16 lease standaard op uw organisatie?

Er is intern aandacht voor. Wij zijn er een tijd geleden al over bijgepraat. De effecten zijn de bekende: Balansvergroting en veranderende ratio's, mogelijke andere creditratings.

3. In hoeverre hanteert uw organisatie omzethuur?

Wij hanteren dit in een groot deel van de huurovereenkomsten. Bij ons is grote aandacht voor de online/offline discussie binnen omzethuur. Dus wat wordt toegewezen aan de winkelverkop en hoe gaan we om met de online omzet.

4. Wat zijn volgens u de nadelen van omzethuur en wat zijn de voordelen?

Omzethuur is een deal facilitator. Het is vaak de brug in een deal tussen de vaste huurprijs die een verhuurder in gedachten heeft en de huur die wij bereid zijn te betalen. Het verschil wordt vaak gemaakt door omzethuur. Er moeten echter wel sturingsmechanismen zijn. Het moet een win-win situatie blijven. De verhuurder moet in staat zijn van slechte performers af te komen. Verder is het voor de verhuurder lastig te waarderen.

5. Heeft uw organisatie in het kader van de IFRS 16 een nieuw beleid m.b.t. omzethuur of de looptijd van huurovereenkomsten?

Dat speelt stilletjes op de achtergrond een rol. Iedereen wil risico's spreiden. Sinds 2016 is er steeds meer aandacht voor kortere huurovereenkomsten met aandacht voor flexibiliteit. Wij werkten eerst met de klassieke 5+5 methodiek. Echter sinds een paar jaar is er besloten huurovereenkomsten voor maximaal 3 jaar aan te gaan met een kortere opzegtermijn. Wij merken dat er meer flexibiliteit moet ontstaan. Omzethuur en huurtermijn zijn hier bij uitstek geschikt voor. Dit is een sterke link met de IFRS 16. Er is intern veel over gesproken en ondanks dat het niet super expliciet is, is er wel sinds 2016 de sterke tendens richting flexibiliteit.

6. Zijn er andere factoren die invloed hebben op het beleid m.b.t. omzethuur of de looptijd van huurovereenkomsten.

Dat is vooral de online/offline discussie. In mijn scriptie staan de praktische factoren. Denk bijvoorbeeld aan zondagopeningen; dan draai je meer omzet. Of in hoeverre de omzethuur mee geïndexeerd wordt. Qua beleid is bij Inditex echt de focus op online/offline. We zijn er met Unibail en Klepierre nog steeds niet uit. We weten niet waar het heen gaat. Stel dat de winkel 1 grote showroom wordt voor online verkopen, wat doe je dan met de omzethuur. Er is momenteel sprake van een status quo. De horde die wel genomen is, is het delen van data. Dit was voorheen in Nederland niet aan de orde. Dit was een cultureel aspect voor Nederland.

7. In hoeverre zou u overwegen een hogere omzethuurcomponent of kortere looptijd van de huurovereenkomst te onderhandelen om de effecten van de IFRS 16 op de balans en resultatenrekening te verminderen?

Het is niet expliciet meegegeven als opdracht, maar het zou hiervoor erg geschikt zijn. Het is zeer zeker een afweging en als bedrijf met 7.500 winkels heeft dit grote gevolgen. Het heeft mijns inziens aan de basis gelegen aan het flexibiliteitsvraagstuk.

8. Zou u bereid zijn in bij aanvang van de huurovereenkomst, de toekomstige omzethuurfluctuatie in 1 keer af te kopen om de effecten van de IFRS 16 te verminderen op de balans?

In theorie zou dit kunnen. Als Klepierre heb je de kennis en de informatie in huis om de omzetten te analyseren. Een High Street retailer zou dit echter nooit kunnen doen vanwege beperkte informatie.