

Voorwoord

In 2001 vertrok ik naar Florida om daar een jaar te gaan studeren. Uiteindelijk kwam ik pas 7 jaar later terug met een bachelor in Finance en Real Estate op zak en met een grote belangstelling voor vastgoed en dan in het bijzonder zakelijk vastgoed. In de jaren daarna heb ik in verschillende functies ervaring opgedaan in de vastgoedwereld. Sinds 2014 hield ik mij in mijn rol als taxatie analist dagelijks bezig met de coördinatie van het taxatieproces van een institutionele vastgoedbelegger. In 2016 wilde ik de praktische kennis die ik had opgedaan verder verdiepen en ben ik gestart met de module Real Estate Valuation aan de Amsterdam School of Real Estate (ASRE). Nadat ik de module succesvol had afgerond, had ik de smaak te pakken en heb ik de keuze gemaakt om ook de modules Investeringsanalyse en Marktanalyse te volgen. Toen ik ook die succesvol had afgerond, heb ik besloten ook de uitdaging aan te gaan om mijn praktische ervaring en de opgedane theoretische kennis te bundelen in een afstudeeronderzoek.

In een jaar waarin de wereld alles behalve normaal was in verband met de uitbraak van het COVID-19 virus was het naast het thuiswerken en lesgeven lastig om tijd te vinden om mijn onderzoek vorm te geven. Uiteindelijk is dit gelukt met het resultaat dat voor u ligt.

Een afstudeeronderzoek kun je niet doen zonder medewerking en steun van anderen. Mijn begeleider heeft mij kritische vragen gesteld en uitgedaagd om verder te kijken dan gepland. Met de taxateurs die ik mocht interviewen heb ik waardevolle gesprekken gevoerd, die interessante inzichten opleverden. Ik dank hen voor hun betrokkenheid.

Ten slotte kun je een afstudeeronderzoek ook niet voltooien zonder de steun van de mensen in je directe omgeving. Cisca, Chloe en Leah, dank voor jullie geduld, aanmoedigen en soms broodnodige afleiding.

Baarda schrijft: "Tijdens een kwalitatieve analyse leer je aan één stuk door over het onderwerp van je onderzoek" (Baarda, et al., 2018). Ik ben het daar uit de grond van mijn hart mee eens.

Erik Calis
Nijkerk, augustus 2021

Managementsamenvatting

Uit marktgegevens waarbij het aantal faillissementen in de detailhandel jaarlijks in kaart is gebracht en waar deze vervolgens zijn vergeleken met de waardeontwikkeling van de winkelmarkt, blijkt dat er een samenhang bestaat tussen de waardeontwikkeling van de winkelmarkt in Nederland en het aantal faillissementen in de detailhandel. Dit maakt het relevant om te onderzoeken hoe de taxateur het risico van een (dreigend) faillissement verwerkt in het taxatieproces van het desbetreffende vastgoedobject. In het onderzoek zal antwoord worden gezocht op de vraag:

“Op welke manier wordt een (dreigend) faillissement in de winkelmarkt verwerkt in de waardering van het bij het faillissement betrokken winkelvastgoed en in hoeverre wordt een (dreigend) faillissement in de winkelmarkt consequent (volgens een vast plan op dezelfde manier) en consistent (op een logische manier) verwerkt in de waardering van het bij het faillissement betrokken winkelvastgoed?”

Voor de beantwoording van deze vraag wordt in het theoretische kader ingegaan op de vraag met welke richtlijnen een taxateur te maken heeft tijdens het taxatieproces van winkelvastgoed en bij de berekening van de marktwaarde. Daaruit komt naar voren dat er van oudsher vele instanties waren die richtlijnen uitgeven, maar dat met name met de komst van het NRVV in 2016 een flinke stap is gezet in de uniformering van de aanwezige richtlijnen. De richtlijnen focussen zich voornamelijk om de onafhankelijkheid, integriteit en kwaliteit van het taxatieproces te borgen. De aanbevelingen ten aanzien van de berekening van de marktwaarde zijn op een erg abstract niveau en geven weinig inhoudelijke handvatten. Hiermee wordt bedoeld dat de taxateur een grote mate van vrijheid heeft om de berekening van de marktwaarde vorm te geven. In de Taxatierichtlijnen vastgoedindex, die is opgesteld door o.a. het NRVV en die ook onderdeel uitmaakt van het Reglement Zakelijk Vastgoed, wordt wel meer de focus gelegd op de berekening van de marktwaarde. Deze aanvullende richtlijnen geven nog steeds onvoldoende handvatten om de risico's in de taxatieberekening eenduidig te verwerken. Ze waarborgen echter wel dat de deelnemers aan de IPD Nederlandse Vastgoedindex (Vastgoedindex) hun resultaten met elkaar kunnen vergelijken.

Teneinde te achterhalen hoe een faillissement in de winkelmarkt verwerkt worden in de waardering van het desbetreffende vastgoedobject is een tweedelig empirisch onderzoek gedaan. In de eerste plaats zijn diepte interviews gehouden met een viertal taxateurs, waarin is gesproken over het taxatieproces, de rekenmethode, de faillissementen van V&D en Hudson's Bay en de gevolgen van de coronacrisis met betrekking tot de dreigende golf aan faillissementen in de winkelmarkt. In de tweede plaats is een uitvoerige casestudie gedaan naar de waardering van het vastgoed van V&D en Hudson's Bay tijdens de verschillende fases van het faillissement van beide organisaties.

Uit de interviews komt naar voren dat de richtlijnen voor het taxatieproces niet altijd worden opgevolgd, maar dat wel overeenstemming bestaat over de verschillende manieren waarop een (dreigend) faillissement in de berekening van de marktwaarde verwerkt kan worden. De grote variëteit aan manieren om een faillissement te verwerken in de berekening van de marktwaarde zorgt er echter alsnog voor dat voor de opdrachtgever niet altijd direct herleidbaar is hoe de waardering tot stand is gekomen.

Uit de casestudie blijkt dat de impact op de waardering van een vastgoedobject waarvan de huurder failliet gaat of dreigt te gaan significant is. Bij de onderzochte taxaties van de locaties van V&D en Hudson's Bay fluctueerde de waarde tussen de -30% en +7%. De waardebepaling is echter zowel qua timing als qua uitvoering niet consequent uitgevoerd voor de verschillende locaties.

Ten aanzien van de beantwoording van de hoofdvraag kan uit het theoretisch onderzoek worden afgeleid dat in de verschillende richtlijnen waar een taxateur mee te maken heeft duidelijk staat beschreven welke informatie een taxateur minimaal moet verzamelen en raadplegen tijdens het taxatieproces en bij wie de verantwoordelijkheid ligt voor de juistheid en volledigheid van deze informatie. Uit het empirisch onderzoek kan echter worden geconcludeerd dat de handvatten toch te weinig concreet zijn om in geval van een (dreigend) faillissement een consequente en consistente werkwijze te waarborgen. Aanbeveling is dan ook om voortbordurend op de al bestaande verplichting de financiële problemen van een huurder op te nemen in het taxatierapport en de richtlijnen verder te concretiseren met betrekking tot de manier waarop de taxateur een specifiek risico dient te verwerken in de berekening van de marktwaarde.

Inhoud

Voorwoord	2
Managementsamenvatting.....	3
1 Inleiding.....	7
1.1 Aanleiding	7
1.2 Onderwerp.....	8
1.3 Doelstelling	8
1.4 Centrale vraag.....	9
1.5 Onderzoeksmethode en deelvragen.....	9
1.6 Leeswijzer.....	10
2 Theoretisch kader	11
2.1 Inleiding.....	11
2.2 De ontwikkelingen op de winkelmarkt	11
2.3 Richtlijnen voor taxateurs vanuit regelgeving	14
2.4 Het belang van het taxatieproces voor een belegger.....	19
2.5 Wet- en regelgeving.....	21
2.6 Eerder onderzoek naar het effect van faillissementen op de markthuur	23
2.7 Conclusie	24
3 Onderzoeksmethode	25
3.1 Inleiding.....	25
3.2 Verantwoording onderzoeksmethode.....	25
3.3 Interviews.....	25
3.4 Casestudie	26
3.5 Afbakening	27
4 Empirisch onderzoek deel 1: Interviews	28
4.1 Inleiding.....	28
4.2 Het taxatieproces.....	28
4.3 Rekenmethode.....	31
4.4 Faillissementen V&D en Hudson's Bay	33
4.5 Gevolgen corona	34
4.6 Conclusie	34
5 Empirisch onderzoek deel 2: Een uitwerking van de casestudie rond de faillissementen van V&D en Hudson's Bay.....	35
5.1 Inleiding.....	35
5.2 Taxateurs.....	35
5.3 De verschillende fases in het faillissementsproces van V&D en Hudson's Bay	35

5.4	V&D.....	37
5.5	Hudson's Bay.....	43
5.6	Conclusie.....	46
6	Conclusie.....	47
7	Aanbevelingen.....	49
8	Literatuur.....	50
	Bijlage 1, Interview richtlijn.....	52
	Bijlage 2, Transcripties interviews.....	54
	Interview 1.....	54
	Interview 2.....	58
	Interview 3.....	62
	Interview 4.....	66
	Bijlage 3, Gecodeerde interviews.....	69

1 Inleiding

1.1 Aanleiding

In de periode vanaf 2009 tot en met 2020 zijn er in Nederland in de detailhandel meer dan 6.000 winkels failliet gegaan (Statline-faillissementen bedrijven en instellingen SBI 2008, 2020). Dit aantal is sinds het dieptepunt van de economische crisis in 2013 gestaag afgenomen. De twee grootste faillissementen voor wat betreft het aantal leeggekomen vierkante winkelometers zijn het faillissement van V&D eind 2015 en het faillissement van Hudson's Bay in 2019. Beide faillissementen hebben een grote impact gehad op het leegstandpercentage in de winkelstraten en de waardering van de desbetreffende vastgoedobjecten. De vastgoedobjecten zijn als gevolg van de faillissementen fors afgewaardeerd.

In onderstaande grafieken worden de waardeontwikkeling van de Nederlandse winkelmarkt en het aantal faillissementen in de detailhandel in Nederland over een langere periode weergegeven. Op het eerste gezicht lijkt er geen sterk verband te zijn tussen beide datareeksen.



Grafiek 1. Waardeontwikkeling winkelmarkt
Bron: (MSCI, 2021)



Grafiek 2. Faillissementen detailhandel
Bron: (Statline-faillissementen bedrijven en instellingen SBI 2008, 2020)

Echter tijdens een nadere analyse van de datareeksen waarbij de correlatiecoëfficiënt is berekend blijkt dat er over de periode vanaf Q1 2009 t/m Q4 2019 een negatieve correlatie is tussen het aantal faillissementen in de detailhandel en de waardeontwikkeling van de winkelmarkt. De berekende correlatiecoëfficiënt is $-0,62$. De berekende correlatiecoëfficiënt geeft aan dat er een negatieve correlatie bestaat. Deze kan als middelmatig worden geclassificeerd. Hoe dichterbij de -1 of 1 zit hoe sterker de samenhang is tussen de twee datareeksen (Buijs, 2017). De correlatiecoëfficiënt geeft de samenhang van de twee datareeksen weer, maar kan niet worden gebruikt om een oorzakelijk verband tussen de twee datareeksen aan te tonen. Het is namelijk goed mogelijk dat een andere variabele zowel de waardeontwikkeling van de winkelmarkt als het aantal faillissementen in de detailhandel beïnvloedt. Om meer inzicht in te krijgen in de verklarende waarde van het aantal faillissementen op de waardeontwikkeling van de winkelmarkt zou een uitgebreide regressie analyse uitgevoerd kunnen worden. Dit valt echter buiten de scope van dit onderzoek.

Vanaf Q1 2020 lijkt er een trendbreuk te zijn ontstaan in de correlatie tussen de waardeontwikkeling van de winkelmarkt en het aantal faillissementen in de detailhandel. Als deze periode wordt meegenomen in de berekening van de correlatie dan is te zien dat de correlatiecoëfficiënt zakt naar $-0,06\%$. Een mogelijke verklaring voor deze trendbreuk is de impact van het COVID-19 virus. De gevolgen van het COVID-19 virus zijn groot voor de winkelmarkt. Met name door de verplichte sluiting van alle niet essentiële winkels zijn de omzetten van fysieke winkels gedaald (Van der Stee & Hofstede, 2020). De grootste klap is in Q2 2020 verwerkt in de taxaties en komt tot uiting in de negatieve waardeontwikkeling van de winkelmarkt dit kwartaal van $4,5\%$ (MSCI, 2021). De verwachte golf van faillissementen is echter tot op heden uitgebleven. Dit kan mogelijk worden verklaard door de

stimuleringsmaatregelen van de overheid die een groot deel van de winkels in ieder geval tijdelijk overeind hebben gehouden.

Het gegeven dat er een middelmatige negatieve correlatie bestaat tussen de waardeontwikkeling van de winkelmarkt in Nederland en het aantal faillissementen in de detailhandel maakt het relevant om te onderzoeken hoe de taxateur het risico van een (dreigend) faillissement verwerkt in het taxatieproces van het desbetreffende object.

Daarbij komt dat de uitbraak van het COVID-19 virus de situatie in winkelstraten en winkelcentra op scherp heeft gezet. Winkelketens werden hard geraakt doordat de winkels tijdelijk dicht moesten en klanten wegbleven. Hoewel inmiddels de situatie weer in positieve zin is veranderd, is de verwachting toch dat de coronacrisis de komende tijd nog tot een nieuwe golf van faillissementen van winkels zal leiden (Van der Stee & Hofstede, 2020). Dit maakt de vraag naar de wijze van verwerking van faillissementen in het taxatieproces van winkelvastgoed actueel.

1.2 Onderwerp

Het feit dat niet duidelijk is of en zo ja hoe faillissementen worden meegewogen in het taxatieproces van winkelvastgoed zorgt ervoor dat in taxatierapporten niet standaard informatie terug te vinden is over het risico op een faillissement van de huurder. Het niet op een consequente en consistente manier verwerken van een faillissement in de waardering van winkelvastgoed kan leiden tot een onbetrouwbare waardering.

Dit leidt ertoe dat beleggers er niet standaard vanuit kunnen gaan dat faillissementen als factor die mogelijk van invloed is of kan zijn op de waardering van een winkelobject in de taxatie is verwerkt. Gevolg hiervan kan zijn dat de belegger onvoldoende informatie heeft om een juiste risico analyse te maken voor zijn belegging.

Het niet consequent en consistent vastleggen of en zo ja hoe faillissementen worden meegewogen in het taxatieproces van winkelvastgoed vindt mogelijk zijn oorzaak in het feit dat het niet specifiek is opgenomen in de verschillende reglementen en richtlijnen en dat verschillende taxateursbureaus verschillende procedures hanteren. Wanneer het vastleggen van (een dreigend) faillissement onderdeel is van de standaardwerkwijze van een taxateur bij de taxatie van winkelvastgoed wordt de eenduidigheid van taxaties bevorderd.

In een taxatieproces spelen tal van factoren een rol. Naar de waarde bepalende factoren in de vastgoedmarkt is al vele malen onderzoek gedaan. Hierin is tot op heden nog weinig aandacht geweest voor het effect van faillissementen in de winkelmarkt op de waardering van winkelvastgoed. In de scriptie van Sander van Welie is onderzocht wat het effect is van een faillissement op de markthuur van een vastgoedobject. In dit onderzoek is met name de nadruk gelegd op de huur die gerealiseerd kan worden na een faillissement en of de markthuur als gevolg hiervan zal stijgen of dalen (van Welie, 2016). In dit onderzoek zal de nadruk gelegd worden op de wijze waarop een faillissement heeft op een (dreigend) faillissement wordt meegewogen in het taxatieproces van winkelvastgoed.

1.3 Doelstelling

Het doel van dit onderzoek is inzicht verkrijgen in de rol die faillissementen spelen bij de waardering van winkelvastgoed om uiteindelijk te komen tot aanbevelingen voor het verwerken van faillissementen in het taxatieproces van winkelvastgoed om te waarborgen dat beleggers een juiste risicoanalyse kunnen maken op basis van een nauwkeurige bepaling van de marktwaarde.

1.4 Centrale vraag

De centrale vraag die voor dit onderzoek is geformuleerd, luidt als volgt.

Op welke manier wordt een (dreigend) faillissement in de winkelmarkt verwerkt in de waardering van het bij het faillissement betrokken winkelvastgoed en in hoeverre wordt een (dreigend) faillissement in de winkelmarkt consequent (volgens een vast plan op dezelfde manier) en consistent (op een logische manier) verwerkt in de waardering van het bij het faillissement betrokken winkelvastgoed?

1.4.1 Deelvragen

Om te komen tot de beantwoording van de centrale vraag zijn zes deelvragen geformuleerd.

1. Geven de huidige reglementen en richtlijnen waar de taxateurs mee te maken hebben, voldoende concrete handvatten om de berekening van de marktwaarde uit te voeren in het geval van een (dreigend) faillissement?
2. Is een (dreigend) faillissement in de winkelmarkt een belangrijke input variabele voor de waardering van het bij het faillissement betrokken winkelvastgoed?
3. Leiden de ontwikkelingen rondom de coronacrisis tot een andere waardering van een (dreigend) faillissement?
4. Is het faillissement van respectievelijk V&D en Hudson's Bay voor alle onderzochte vestigingen op een consequente en consistente wijze verwerkt in de berekening van de marktwaarde.
5. Zijn de faillissementen van V&D en Hudson's Bay op vergelijkbare wijze verwerkt in de berekening van de marktwaarde?
6. Is het principe van smoothing en lagging ook van toepassing op de verwerking van faillissementen in de taxatieberekening van V&D en Hudson's Bay?

1.5 Onderzoeksmethode en deelvragen

Traditiegetrouw wordt er onderscheid gemaakt tussen theorie en empirie. Een theorie is een verzameling van samenhangende uitspraken over verschijnselen. Empirie is datgene wat men direct ervaart (Soudijn, 2005). In dit onderzoek wordt de hoofdvraag zowel vanuit de theorie als vanuit de empirie benaderd. Dit onderzoek is een beschrijvend onderzoek. In een beschrijvend onderzoek wordt een (probleem)situatie beschreven (Baarda, et al., 2018). In dit onderzoek wordt onderzocht hoe een (dreigend) faillissement wordt verwerkt in de taxatie van het bij het faillissement betrokken winkelvastgoed en of dit consequent en consistent gebeurt.

Het onderzoek is opgebouwd volgens de TPA-structuur, theorie, praktijk, en analyse (Van Hoek-Gerritsen, 2018). De geformuleerde deelvragen sluiten hierbij aan. Het theoretische aspect komt aan de orde in de eerste deelvraag: *Geven de huidige reglementen en richtlijnen waar de taxateurs mee te maken hebben, voldoende concrete handvatten om de berekening van de marktwaarde uit te voeren in het geval van een (dreigend) faillissement?* Deze vraag zal worden beantwoord door middel van literatuuronderzoek. Vier aspecten zullen nader worden onderzocht: de relevante ontwikkelingen op de winkelmarkt, de regelgeving voor het taxatieproces, het belang van het taxatieproces voor de belegger en de relevante wet- en regelgeving.

Het praktijkdeel is tweeledig. Eerst wordt via interviews onderzocht of de gevonden theorie in de praktijk ook wordt toegepast. Hiermee wordt de volgende deelvraag beantwoord: *Is een (dreigend) faillissement in de winkelmarkt een belangrijke input variabele voor de waardering van winkelvastgoed?* In de interviews wordt ook gesproken over de invloed van de recente maatschappelijke ontwikkelingen in het kader van het COVID-19 virus. Daarmee wordt de volgende deelvraag beantwoord: *Leiden de ontwikkelingen rondom de coronacrisis tot een andere waardering van een (dreigend) faillissement?*

In aansluiting op de interviews wordt aan de hand van een casestudie onderzoek gedaan naar de wijze waarop de faillissementen van V&D en Hudson's Bay zijn verwerkt in de waardering van het bij het faillissement betrokken winkelvastgoed. Tevens wordt onderzocht of de werkwijze zoals de geïnterviewde taxateurs beschrijven in de praktijksituatie rond de faillissementen van V&D en Hudson's Bay ook wordt teruggezien in de berekening van de marktwaarde. De eerste vraag voor dit deel luidt: *Is het faillissement van respectievelijk V&D en Hudson's Bay voor alle onderzochte vestigingen op een consequente en consistente wijze verwerkt in de berekening van de marktwaarde.* Tevens wordt de volgende vraag onderzocht: *Zijn de faillissementen van V&D en Hudson's Bay op vergelijkbare wijze verwerkt in de berekening van de marktwaarde?* Ten slotte wordt de laatste vraag beantwoord: *Is het principe van smoothing en Lagging ook van toepassing op de verwerking van faillissementen in de taxatieberekening van V&D en Hudson's Bay?*

Vervolgens komen in de analyse de resultaten van het literatuuronderzoek, de interviews en de casestudie samen in conclusies en aanbevelingen.

1.6 Leeswijzer

In hoofdstuk twee wordt het theoretisch kader geschetst. In hoofdstuk 3 worden een korte toelichting gegeven op de onderzoeksmethodiek. Het empirisch onderzoek heeft 2 componenten: de interviews met taxateurs, uitgewerkt in hoofdstuk 4 en een uitwerking van de casestudie rond de faillissementen van V&D en Hudson's Bay in hoofdstuk 5. In hoofdstuk 6 worden de deelvragen beantwoord en worden de conclusies met betrekking tot de hoofdvraag beschreven. In hoofdstuk 7 staan de aanbevelingen.

In dit document wordt de taxateur aangeduid als hij. Vanzelfsprekend worden zowel mannelijke als vrouwelijke taxateurs bedoeld.

2 Theoretisch kader

2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt het theoretisch kader gevormd voor het onderzoek dat in deze scriptie wordt uitgevoerd. Op basis van de hoofdvraag van het onderzoek zijn vier aspecten vastgesteld die in dit theoretisch kader nader worden onderzocht. Het betreft: de relevante ontwikkelingen op de winkelmarkt, de regelgeving voor het taxatieproces, het belang van het taxatieproces voor de belegger en de relevante wet- en regelgeving. De gevonden theorie wordt vervolgens in de hoofdstukken vier en vijf gebruikt voor de ontwikkeling van de vragenlijst voor de interviews en het kader voor de casestudie.

2.2 De ontwikkelingen op de winkelmarkt

Als eerste worden kort de voor dit onderzoek relevante ontwikkelingen op de winkelmarkt geschetst en vervolgens wordt aan de hand van het “vier kwadranten model” toegelicht welk effect deze ontwikkelingen hebben op de verschillende deelmarkten van de winkelmarkt, waaronder de verhuurmarkt, de beleggingsmarkt en de nieuwbouwmarkt. Het is belangrijk om de werking van de winkelmarkt te begrijpen om tot een juiste waardering van winkelvastgoed te komen

2.2.1 De ontwikkelingen op de winkelmarkt

Mensen winkelen graag of met frisse tegenzin, maar ze doen het wel en zullen het ook blijven doen. Of het nu gaat om gericht winkelen om te voorzien in de noodzakelijke boodschappen of om winkelen met als voornaamste doel te kijken, passen, vergelijken en misschien wel of misschien niet kopen. De afgelopen decennia behoorde winkelen tot de standaard vrijetijdsbesteding van een groot deel van de bevolking. Winkelvastgoed was dan ook jarenlang een vaste waarde in de portefeuille van grote beleggers. De waarde ontwikkeling van winkelvastgoed was lange tijd redelijk voorspelbaar. Deze voorspelbaarheid is in korte tijd afgenomen (Ouweland & Haringsma, 2016). Het is inmiddels al ruim twintig jaar geleden dat er naast het fysiek winkelen een nieuwe manier van winkelen is bijgekomen, namelijk “online shoppen”. Met de opkomst van grote online winkels als bol.com en coolblue.nl is de winkelmarkt totaal veranderd. Bol.com is opgericht in 2009 en is in 20 jaar tijd uitgegroeid van een online winkel voor boeken, tot een winkelplatform met meer dan 16 miljoen artikelen en een omzet van 1,2 miljard (Ter Haar, 2019). Daarnaast heeft de recente doorontwikkeling van de thuisbezorgservice van de grote levensmiddelenbedrijven de kentering in de winkelmarkt enorm versneld. De deur uitgaan om te winkelen werd minder nodig en “online shoppen” begon het winkeluitje naar de kroon te steken. Als gevolg hiervan staan de omzetten in de fysieke winkels onder druk. In de periode 2010 tot 2021 is het aantal fysieke winkels met 13.540 gedaald, een daling van bijna 14% (zie afbeelding 1). Deze daling is het sterkst in de non-food sector. Het aantal webwinkels is in deze periode verviervoudigd (CBS, 2021).



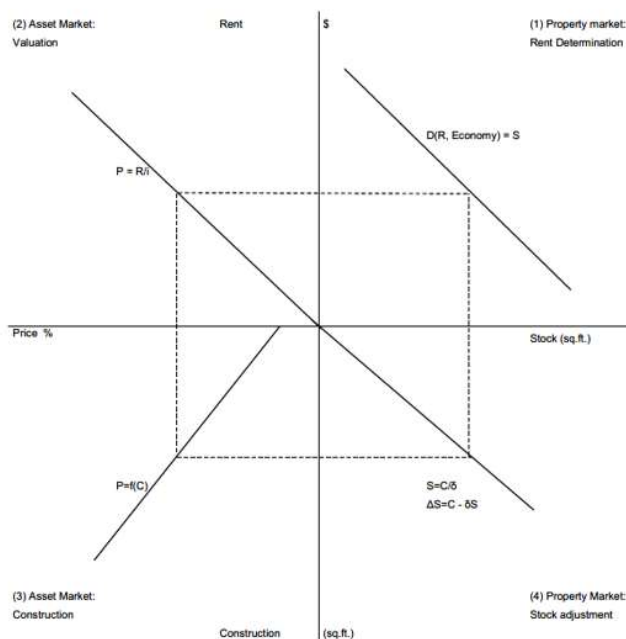
Afbeelding 1. Verloop aantal fysieke winkelvestigingen 2010-2020 (CBS, 2021).

De opkomst van het online winkelen is mogelijk een van de redenen voor de grote hoeveelheid faillissementen in de detailhandel. Veel iconische winkelketens hebben het niet gered en zijn verdwenen uit het straatbeeld. Sprekende voorbeelden hiervan zijn onder andere de Free Recordshop in 2014, V&D in 2015, Scapino in 2016, The Phone House in 2017, Men at Work in 2018 en Intertoys in 2019. Sommige van deze winkelketens hebben een doorstart gemaakt, maar voor een groot deel van de winkelketens is dit niet gelukt (straub & Marlissa, 2019).

De coronacrisis en de daaruit volgende sluiting van alle winkels voor niet noodzakelijke levensbehoeften in maart 2020 werkte als een katalysator op de trend die was ingezet. Ook in de huidige coronatijd is het de non-food sector die het hardst wordt geraakt en zijn het de online winkels die hiervan profiteren met een omzetstijging van 36% in het eerste halfjaar van 2020 ten opzichte van 2019 (Van der Stee & Hofstede, 2020). In september 2020 lopen er nog steeds 55% minder consumenten door de winkelstraten dan voor de coronacrisis (Zandbergen, 2020). Ondanks de enorme impact van de coronacrisis op de winkelmarkt, neemt het aantal faillissementen in de detailhandel (nog) niet toe en is het aantal faillissementen in 2021 zelfs lager dan in het jaar hiervoor. Een mogelijke oorzaak hiervan zijn de uitgebreide steunmaatregelen van de overheid (NOW, TVL) en de uitgestelde betalingen bij de banken en de belastingdienst. Mogelijk dat hier sprake is van een stilte voor de storm aangezien de steunmaatregelen van de overheid binnenkort stoppen en de uitgestelde betalingen alsnog moeten worden voldaan (Van der Stee & Hofstede, 2020). Het effect dat de transitie van de winkelmarkt heeft op de verhuurmarkt en de beleggingsmarkt van winkelvastgoed wordt in de volgende paragraaf nader toegelicht aan de hand van het vierkwadranten model van Dipasquale en Wheaton.

2.2.2 Het vierkwadrantenmodel

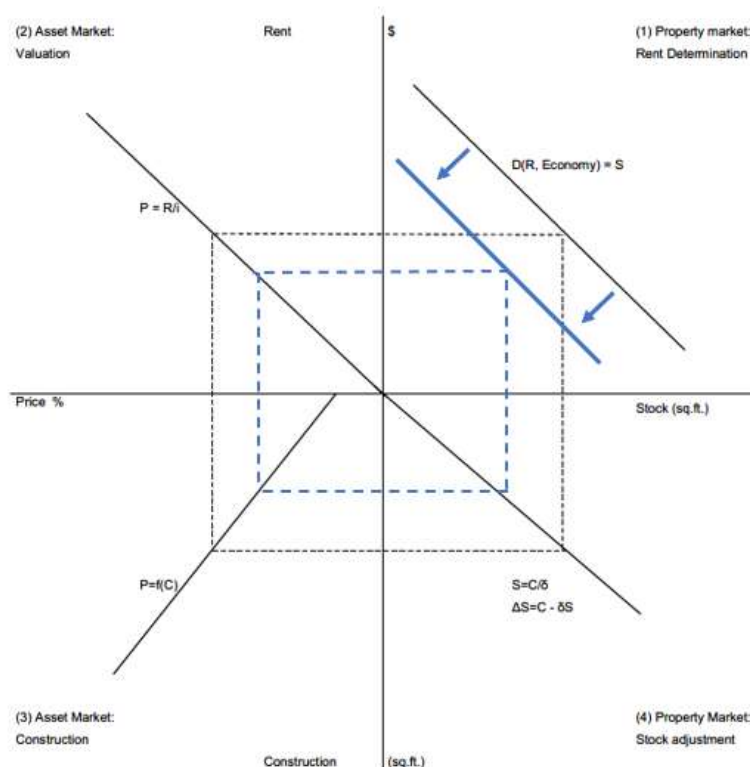
Het vierkwadranten model van Dipasquale en Wheaton (zie figuur 1) kan worden gebruikt om de werking van de vastgoedmarkt toe te lichten en is tevens belangrijk om de waardering van vastgoed te begrijpen. In het theoretische model wordt de relatie tussen de verhuurmarkt, de beleggingsmarkt en de nieuwbouwmarkt beschreven. De uitkomsten van deze drie markten resulteren uiteindelijk in de voorraad en (nieuwe) productie op de vastgoedmarkt.



Figuur 1. Het vierkwadranten model van Dipasquale & Wheaton (Dipasquale & Wheaton, 1996).

De winkelmarkt vormt een apart segment binnen de vastgoedmarkt, maar ook de werking van de winkelmarkt kan worden verklaard op basis van het vierkwadrantenmodel. Hieronder volgt een toelichting op de werking van de winkelmarkt op basis van het vierkwadrantenmodel.

De verhuurmarkt voor winkels staat in Nederland (en ook in andere delen van de wereld) onder druk. De veranderingen van het bestedingspatroon van consumenten en de verschuiving naar online besteding hebben impact op de vraag naar fysieke winkels. Het gevolg hiervan is dat de vraag naar winkelruimte afneemt. Het effect dat een afname van de vraag naar fysieke winkels heeft op de winkelmarkt kan worden geïllustreerd met behulp van een bewerking van het model van Dipasquale & Wheaton (zie figuur 2).



Figuur 2. Het vierkwadranten model van Wheaton & Dipasquale bewerkt naar de situatie waarin de vraag naar fysieke winkels afneemt

Doordat de vraag naar winkelruimtes afneemt ontstaat er een overschot aan winkelruimtes en komt de huurprijs onder druk te staan. Dit resulteert uiteindelijk in lagere huurprijzen. Het effect van deze lagere huurprijzen op de beleggingsmarkt is dat investeerders/beleggers minder geld bereid zijn te betalen voor winkelvastgoed. Hierdoor dalen de marktprijzen van winkelvastgoed. Doordat de marktprijzen van winkelvastgoed dalen zal er op de nieuwbouw markt minder animo zijn voor nieuwbouw projecten in de winkelmarkt. De voorraad van winkelruimtes zal dus niet verder worden uitgebreid. Pas op het moment dat de vraag naar winkelvastgoed in de verhuurmarkt weer verder toeneemt en in feite groter is dan het huidige aanbod, zal de nieuwbouw productie van winkelvastgoed weer opgang komen.

Op basis van het vier kwadrantenmodel is inzichtelijk gemaakt hoe de winkelmarkt reageert op wijzigingen in één van de vier deelmarkten. De werking van de verschillende deelmarkten is voor de

taxateur een basis om de waardering van vastgoed op te stellen (Van Gool, Jager, Theebe, Veenhoven, & Weisz, 2020).

2.3 Richtlijnen voor taxateurs vanuit regelgeving

In zijn essay "Taxeren voor de vastgoedindex" merkt P. Nelisse op dat al in 1993 door Aart Hordijk werd geconstateerd dat het met de eenduidigheid van taxeren in Nederland matig gesteld was. Ook wordt beschreven dat in het onderzoek dat Van de Ridder in 2004 deed naar de taxatierapporten en rekenmodellen die gebruikt worden voor de taxaties van de Vastgoedindex opnieuw geconstateerd wordt dat het met de uniformiteit verontrustend gesteld was (Nelisse). In de jaren daarna lijkt er weinig te veranderen. Echter sinds het begin van de economische en financiële crisis in 2008 is het taxatieproces van institutionele beleggers onder een vergrootglas komen te liggen. De grote afwaarderingen op voornamelijk vastgoedportefeuilles zijn niet onopgemerkt gebleven en vanuit meerdere kanten is er actie ondernomen om een soortgelijke situatie in de toekomst te voorkomen. De maatregelen die zijn genomen hebben met name betrekking op het taxatieproces van institutionele beleggers en worden voornamelijk voorgeschreven door de toezichhouders en belanghebbenden. In deze paragraaf wordt onderzocht in hoeverre de richtlijnen en reglementen concrete punten bevatten met betrekking tot het verwerken van de financiële positie van de huurder in het algemeen en van (een dreigend) faillissement in het bijzonder in de waardering van het bij het faillissement betrokken (winkel)vastgoed.

2.3.1 Platform Taxateurs en Accountants (PTA)

Het Platform Taxateurs en Accountants ("PTA") is op 7 februari 2012 op initiatief van de Nederlandse Beroepsorganisatie Accountants opgericht met medewerking van VastgoedCert. Doelstelling van het platform is het uitwisselen van kennis en inzichten tussen accountants en taxateurs om te komen tot een kwalitatief beter taxatieproces en transparante taxatierapporten voor vastgoed (Accountants, 2013). Het doel van het PTA is helder en het initiatief wordt omarmd door de institutionele beleggers en taxateurs. Op 6 juni 2013 heeft het PTA een rapport gepubliceerd "Goed gewaardeerd vastgoed" met daarin 28 aanbevelingen voor taxeren en taxatierapporten. Van deze 28 aanbevelingen zijn er slechts twee aanbevelingen die daadwerkelijk betrekking hebben op de gehanteerde waarderingmethode van de taxateur en de input variabelen die bepalend zijn bij de totstandkoming van de marktwaarde.

Het betreft aanbeveling 11 Methode onderbouwing (DCF, BAR/NAR, etc) en Aanbeveling 12 Disconteringsvoet en exit yield, netto aanvangsrendement. Aanbeveling 11 is relevant omdat hierin wordt bepaald dat de taxateur zo veel mogelijk gebruik dient te maken van twee verschillende waarderingmethoden, waarbij de voorkeur uitgaat naar een DCF- of NAR-methode. Aanbeveling 12 is relevant omdat hierin wordt bepaald dat een goede onderbouwing van de uitgangspunten belangrijk is om inzicht te krijgen in de wijze waarop netto-aanvangsrendement, disconteringsvoet en exit yield zijn opgebouwd/samengesteld en met welke specifieke zaken rekening is gehouden.

Andere aanbevelingen die relevant zijn voor dit onderzoek zijn de aanbevelingen 8 Bevestigingsbrief management en aanbeveling 9 Allonges, addenda en sideletters. In deze aanbevelingen wordt advies gegeven over de informatieverstrekking voor de samenstelling van de taxatie. Aanbeveling 8 is relevant omdat hierin wordt bepaald dat de opdrachtgever schriftelijk dient te bevestigen dat de informatie juist en volledig is voor de taxatie en dat alle relevante informatie is verstrekt. Aanbeveling 9 is relevant omdat hierin wordt bepaald dat alle met de huurder gemaakte afspraken met de taxateur gedeeld moeten worden.

Een laatste relevante aanbeveling is aanbeveling 13, Uitgangspunten veronderstellingen. Deze aanbeveling is relevant omdat hierin wordt bepaald dat een taxateur zijn overwegingen om specifieke

risico's (zoals het risico van een (dreigend) faillissement) te verwerken in het gehanteerde rendement, specifiek moet toelichten in het taxatierapport.

De overige aanbevelingen zien voornamelijk toe op onder andere de onafhankelijkheid van de taxateur, de opdrachtverstrekking en vastlegging hiervan en de inhoud van het overkoepelende taxatierapport. Ondanks het gegeven dat de overige aanbevelingen de leesbaarheid van taxatierapporten vergroten en het taxatieproces transparanter maken, betekent dit ook dat de taxateur meer tijd kwijt is aan het samenstellen van het taxatierapport en het volgen van alle vereiste stappen in het taxatieproces en minder tijd overhoudt voor het opstellen van de berekening van de marktwaarde (Wesselink, 24 mei 2016).

2.3.2 Autoriteit Financiële Markten (AFM)

Naast het PTA heeft ook de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") een richtlijn uitgegeven waarin aanbevelingen worden gedaan aan de financiële instelling, de taxateur, het taxatieproces en het taxatierapport. Het doel van deze richtlijn is om financiële ondernemingen aanbevelingen te doen ten aanzien van het taxatieproces en de taxateur, in het kader van het borgen van een beheerste en integere bedrijfsvoering en in het kader van andere financiële wetgeving voor zover die (het werk van) de taxateur raakt (Autoriteit Financiële Markten, 2015). Ook hierin worden geen specifieke aanbevelingen gedaan over de rekenmethodiek of de input variabelen die worden gehanteerd bij de totstandkoming van een taxatie.

2.3.3 Nederlands Register Vastgoed Taxateurs (NRVT)

Een vervolg op de 28 aanbevelingen van het PTA en de richtlijnen vanuit de AFM is de oprichting van het Nederlands Register Vastgoed Taxateur ("NRVT"). Per 1 januari 2016 is dit register voor taxateurs opgericht. De missie van het NRVT is als volgt: Het NRVT bewaakt, waarborgt en bevordert de onafhankelijkheid, integriteit en kwaliteit van de Register-Taxateur en dient, als centraal register van vastgoedtaxateurs, het publiek belang van vastgoedwaarderingen (NRVT, Missie, taken en beleid, 2021). Inhoudelijk zijn de eisen die door het NRVT worden gesteld aan de taxateur en het taxatierapport niet veel anders dan de aanbevelingen van het PTA en ook het NRVT focust zicht voornamelijk op het taxatieproces en niet inhoudelijk op de totstandkoming van de marktwaarde.

In het Reglement Bedrijfsmatig Vastgoed van het NRVT uitgegeven in 2017 staan voornamelijk relevante bepalingen over de te hanteren werkwijze gedurende het taxatieproces (NRVT, Reglement bedrijfsmatig vastgoed, 2017). De belangrijkste bepalingen voor dit onderzoek worden voor de duidelijkheid hieronder woordelijk weergegeven.

Artikel 9.17: De geregistreerde taxateur legt in de opdrachtvoorwaarden vast dat de opdrachtgever verklaart dat laatstgenoemde verantwoordelijk is voor de juistheid en volledigheid van de te verstrekken informatie. Dit ontslaat de geregistreerde taxateur niet van verificatie van de informatie overeenkomstig artikel 14.1 van dit reglement.

Artikel 14.1: De geregistreerde taxateur spant zich ervoor in de volledigheid en/of juistheid van de verstrekte informatie vast te stellen. De geregistreerde taxateur geeft in het taxatierapport aan in hoeverre de informatie objectief traceerbaar of controleerbaar was.

Artikel 14.3: In Bijlage 19.2 van dit reglement is voor zowel bedrijfsmatig vastgoed als voor commercieel geëxploiteerde woningen een checklist opgenomen met betrekking tot de benodigde en op te vragen informatie.

Artikel 15.20: De minimale kwalitatieve gevoeligheidsanalyse vormt een zogenaamde SWOT analyse (Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats).

Artikel 15.21 Daarnaast kan een uitgebreidere “beoordeling van onzekerheden” worden opgesteld, waarbij de onzekerheden uitgewerkt dienen te worden die verscholen zitten in een aantal belangrijke factoren zowel intern (huurders, gebouw) als extern (o.a. politiek, economie, financieel, wetgeving). De noodzaak daarvan wordt overgelaten aan de professionele oordeelsvorming van de geregistreerde taxateur. Zijn overwegingen en bevindingen legt hij vast in het taxatierapport.

Bijlage 19.2 Reglement Vastgoed NRVT, bijlage 19.2 Objectinformatie ten behoeve van de taxatie bedrijfsmatig vastgoed (zie afbeelding 2).

VERHUURINFORMATIE			
Bruto huuropbrengst per jaar (excl. BTW)		x	Noodzakelijk
Informatie per huurder	NAW-gegevens	x	Noodzakelijk
	Actuele bruto huuropbrengst per jaar (excl. BTW)	x	Noodzakelijk
	Verhuurbaar vloeropp. (VVO) gesplitst per verdieping en type ruimte	x	Noodzakelijk
	Aantal parkeerplaatsen (gesplitst in binnen en buiten)	x	Noodzakelijk
	Huurovereenkomst	x	Noodzakelijk
	Opgave van eventuele huurincentives/vergoedingen buiten hok	x	Noodzakelijk
	Eventuele huurdersinvesteringen	x	Noodzakelijk
	Einddatum huurcontract en opzegtermijn (event. breakoptiedatum)	x	Noodzakelijk
	Eventuele betalingsachterstanden	x	Noodzakelijk
	Opgang (ja/nee)	x	Noodzakelijk
	Huurder BTW (ja/nee)	x	Noodzakelijk
	BTW-compensaties	x	Noodzakelijk
	Indien van toepassing lopende 303-procedure (290-bedrijfsruimte)	x	Indien aanwezig noodzakelijk
Leegstand	Verhuurbaar vloeroppervlak (VVO) gesplitst per type ruimte	x	Noodzakelijk
	Aantal parkeerplaatsen (gesplitst in binnen en buiten)		

Afbeelding 2. Reglement Bedrijfsmatig Vastgoed NRVT, bijlage 19.2 Objectinformatie ten behoeve van taxatie bedrijfsmatig vastgoed

Met name deze bijlage met daarin de noodzakelijk informatie voor het uitvoeren van een taxatie opdracht bevat zeer relevante informatie voor dit onderzoek. Onder het kopje verhuurinformatie staat duidelijk beschreven dat eventuele betalingsachterstanden van de huurder als noodzakelijke informatie wordt gezien voor het uitvoeren van een taxatieopdracht.

Voor de te hanteren waarderingsmethode zoekt het NRVT aansluiting bij de internationale geldende taxatiestandaarden van het International Valuation Standards Council (IVS) en TeGova (EVS) zoals hieronder nader toegelicht. Daarnaast zijn er door het NRVT in samenwerking met Taxatiewerkgroep IPD Nederlandse Vastgoedindex, Stichting ROZ Vastgoedindex en IVBN taxatierichtlijnen opgesteld voor deelnemers aan de Vastgoedindex.

2.3.4 International Valuation Standards (IVS)

Vanuit internationaal perspectief bekeken zijn er door de Internationaal Valuation Standards Council (“IVSC”) taxatierichtlijnen opgesteld die als doel hebben om het taxatieproces transparant, consistent en betrouwbaar te maken. Daarnaast is het doel om de door hen uitgegeven taxatierichtlijnen zoveel mogelijk geïntegreerd te krijgen in het taxatieproces van de toezichthouders en professionele taxatiebureaus over de hele wereld (International Valuation Standards Council, 2021). Het NRVT heeft onderdelen van de IVS geïntegreerd in haar eigen reglement voor taxateurs.

2.3.5 Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS)

Een andere internationale organisatie die zich bezighoudt met het taxatieproces is het Royal Institute of Chartered Surveyors (“RICS”). Het RICS is opgericht in 1868 en focust met name op het algehele

taxatieproces en de ethische aspecten waar rekening mee moet worden gehouden. Het RICS is verantwoordelijk voor de publicatie van het RICS Redbook. Hierin worden verplichte gedragsregels en 'best practices' beschreven. Voor de leden van het RICS geldt dat er in het Redbook procedurele regels en richtlijnen zijn opgenomen waar zij zich aan moeten houden. Deze regels zien toe op de deskundigheid, objectiviteit, transparantie en prestaties waar iedere taxateur aan moet voldoen. Ook worden er 'best practices' voorgeschreven om de uniformiteit in de uitvoering van de taxatieopdracht te borgen. Daarnaast moeten taxateurs zich expliciet gedragen conform de gedragsregels van het RICS, de zogenaamde "code of conduct" (RICS Wereldwijde taxatiestandaarden, 2020).

2.3.6 The European Group of Valuers' Associations (TEGoVA)

Vergelijkbaar met de RICS maar dan met de focus op Europa, heeft de The European Group of Valuers Associations ("TEGoVA") het doel om op transparante wijze de kwaliteit van het taxatievak en de harmonisering van de taxatiestandaarden volgens de European Valuation Standards (EVS) te bewerkstelligen. TEGoVA heeft zichzelf gepositioneerd als kennisinstituut van de EVS en heeft een zetel in de centrale raad van het NRVT om de belangen van de EVS te vertegenwoordigen (TEGoVA, 2021).

2.3.7 De waardering van vastgoed / rekenmethodiek

Hoewel de richtlijnen voor de taxatie van bedrijfsmatig vastgoed in principe dus goed vastgelegd zijn, is er nog geen eenduidige standaard voor het gebruik van een bepaald rekenmodel. Bij de totstandkoming van de marktwaarde bepaalt de taxateur zelf welk rekenmodel hij gebruikt. In veel gevallen heeft een taxateur dit rekenmodel zelf ontwikkeld of aangeschaft. Omdat niet ieder rekenmodel hetzelfde is opgebouwd, kan het dus toch lastig zijn om de uitkomsten van verschillende taxateurs/rekenmodellen met elkaar te vergelijken.

Voor de berekening van de marktwaarde kan de taxateur volgens de 'Taxatierichtlijnen vastgoedindex' kiezen uit twee verschillende waarderingsmethoden: de inkomstenbenadering en de vergelijkingsbenadering. De inkomstenbenadering dient uitgewerkt te worden in een waarde berekening, terwijl de vergelijkingsbenadering uitgewerkt dient te worden door het opnemen van referentietransacties (NRVT, 2018). Alhoewel de vergelijkingsbenadering handig gebruik maakt van referentietransacties, wordt deze methode voornamelijk gebruikt ter onderbouwing van de berekening volgens de inkomstenbenadering. Voor de inkomstenbenadering kan er volgens de richtlijnen van het NRVT gekozen worden voor een BAR/NAR waardering of een Discounted Cashflow Model ("DCF") waardering.

De waardering volgens de BAR/NAR methode maakt gebruik van de kasstromen op basis van de markthuurlen en deelt deze vervolgens door het bruto aanvangsrendement ("BAR"). Het gehanteerde BAR dient door de taxateurs onderbouwd te worden op basis van referentietransacties. Daarnaast dient de taxateur een onderbouwde inschatting te doen van de exploitatiekosten om zodoende het netto aanvangsrendement ("NAR") te bepalen. Vervolgens dient de taxateur nog correcties toe te passen om tot de uiteindelijk waardering te komen (Van Arnhem, Berkhout, & Ten Have, 2013). Voorbeelden van deze correcties zijn:

- correcties voor verstrekte huurincentives, zoals huurkorting en huurvrije periodes
- correcties voor structurele of mutatie leegstand
- correcties voor de contante waarde van het huurverschil tussen de betaalde huur en de markthuurlen
- correcties voor achterstallig onderhoud en toekomstige investeringen
- correcties voor de btw-compensatie
- correcties voor erfpacht

De waarde berekening volgens de DCF methode maakt een inschatting van de kasstromen (zowel de inkomsten als de kosten) gedurende de gekozen beschouwingsperiode, vervolgens wordt de

eindwaarde van het object geschat op basis van het bruto- of aanvangsrendement aan het einde van de beschouwingsperiode (“exit yield”) en worden alle kasstromen contant gemaakt met de disconteringsvoet (Van Arnhem, Berkhout, & Ten Have, 2013).

Ondanks het gegeven dat de DCF methode meer inzicht geeft in de kasstromen gedurende de beschouwingsperiode dan een BAR/NAR waardering en ruimte geeft om alle risico’s inzichtelijk te maken, is het een methode die in de praktijk niet voor alle typen vastgoed de juiste is. Dit komt doordat belangrijke input parameters zoals de disconteringsvoet en de exit yield vaak niet op basis van referentietransacties zijn vast te stellen (Van Gool, Jager, Theebe, Veenhoven, & Weisz, 2020). Daarnaast is de grote hoeveelheid aan input variabelen een reden dat de uitkomsten alsnog moeilijk traceerbaar kunnen zijn. In een hoorcollege op de Amsterdam School of Real Estate op 14 juni 2016 door de heer Van den Hoogen, CFRO bij Altera Vastgoed geeft hij duidelijk zijn voorkeur aan voor de BAR/NAR waardering en zegt hij hier het volgende over: “Een BAR/NAR model is belangrijker dan een DCF, want een BAR/NAR kan je koppelen aan referenties”. Deze stelling onderbouwt hij door te geven dat de transacties die openbaar worden gemaakt vaak de gehanteerde BAR/NAR vermelden, maar geen melding doen van de gehanteerde exit yield of disconteringsvoet. Bij een BAR/NAR waardering kan je deze transacties dus gebruiken als referentie, terwijl dit bij een DCF waardering niet gaat (Van den Hoogen, 14 juni 2016).

Om de gehanteerde disconteringsvoet vast te stellen wordt er door het NRVt aangeraden gebruik te maken van referentietransacties. Helaas is de gehanteerde disconteringsvoet voor referentietransacties vaak niet beschikbaar en dus moet de disconteringsvoet op een andere manier worden bepaald. In de 28 aanbevelingen van de PTA wordt de voorkeur gegeven aan het gebruik van de stapelmethode. Met deze methode wordt de disconteringsvoet opgebouwd op basis van het risicovrije rendement, meestal gebaseerd op het effectief rendement op staatsleningen en bepaalde risico opslagen (Accountants, 2013). Het inschatten van de genoemde risico-opslagen wordt aan de taxateur overgelaten en is erg subjectief. Uit de markt kan de taxateur geen risico-opslagen afleiden dus hanteert hij vaak de risico-opslagen die hij verwacht dat institutionele beleggers zullen hanteren. Doordat de rendementseis per belegger kan verschillen blijft dit een lastige inschatting en wordt er in feite een beleggingswaarde berekend in plaats van de marktwaarde (Van Gool, Jager, Theebe, Veenhoven, & Weisz, 2020).

Ook de overeengekomen huurovereenkomst is voor zowel de BAR/NAR waardering als voor de DCF methode belangrijke input en dient zorgvuldig geanalyseerd te worden. Indien er in de huurovereenkomst afwijkende of beperkende afspraken zijn overeengekomen ten opzichte van de in de markt gangbare afspraken, dan kan dit van invloed zijn op de berekening van de marktwaarde. De belangrijkste waarde bepalende factoren zijn de kwaliteit van de huurder, de huurprijs, de btw, de resterende looptijd, de huurverhoging, de verdeling van de onderhoudskosten, de zekerheden en de bijzondere bepalingen (Van Arnhem, Berkhout, & Ten Have, 2013).

Een derde rekenmethode die taxateurs voor winkelvastgoed kunnen hanteren is de draagkrachthuurmethode. In de richtlijnen voor de taxateurs wordt er aan deze rekenmethode weinig aandacht besteed. Dit komt doordat er bij deze rekenmethode voornamelijk wordt gekeken naar subject-gebonden aspecten en te weinig aandacht is voor object-gebonden aspecten (Van Gool, Jager, Theebe, Veenhoven, & Weisz, 2020). Echter zeker voor de detailhandel kan dit een belangrijke rekenmethode zijn. Dit komt doordat je als huurder van een winkel in Nederland wettelijk gezien een hoge mate van bescherming hebt met betrekking tot looptijden, huurprijzen en contract beëindigingen zoals bij faillissementen of indeplaatsstelling (van Welie, 2016). Het is voor de verhuurder dus erg lastig om een huurovereenkomst te beëindigen. De specifieke invulling van een winkel is dus wel degelijk van belang voor de berekening van de marktwaarden en juist bij de draagkrachthuurmethode wordt gekeken naar de in het winkelpand gevestigde branche en de

kwaliteit van de ondernemer (Van Gool, Jager, Theebe, Veenhoven, & Weisz, 2020). De berekening van de draagkrachthuurnmethode gaat uit van een gangbaar huurniveau voor de desbetreffende winkel. Dit wordt bepaald op basis van kengetallen en is mede afhankelijk van de branche van de huurder, maar ook van de kwaliteit van de ondernemer.

2.3.8 Waardebegrippen

In de vastgoed wereld zijn er oneindig veel waardebegrippen te noemen en allemaal hebben ze een bepaald nut en doel. Voor een taxateur is het daarom van belang om vooraf met de opdrachtgever af te stemmen wat het doel van de taxatie is en welk waardebegrip er moet worden gehanteerd. Verreweg het belangrijkste en voor taxaties meest gehanteerde waardebegrip is de marktwaarde volgens de definitie van het IVSC (Van Arnhem, Berkhout, & Ten Have, 2013). De definitie van het waardebegrip 'marktwaarde' conform het IVSC is als volgt:

“Marktwaarde is 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.”

Deze definitie van de marktwaarde is inmiddels overgenomen door het merendeel van de taxatie instanties, onder andere de RICS en het NRVT hebben zich aan deze definitie geconformeerd.

2.4 Het belang van het taxatieproces voor een belegger

In de winkelmarkt geldt dat een groot deel van de winkelvoorraad in handen is van professionele (institutionele) beleggers. In deze paragraaf wordt onderzocht wat het belang van een duidelijk taxatieproces is voor de belegger en welke rol subjectiviteit en nauwkeurigheid hebben in het taxatieproces. Ook wordt ingegaan op jurisprudentie met betrekking tot het delen van informatie over de financiële positie van een huurder en wat het belang hiervan is voor een belegger.

“Beleggen in vastgoed brengt risico's met zich mee” en “behaalde rendementen uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst” zijn beide veel gebruikte uitspraken die van toepassing zijn voor (institutionele) beleggers in vastgoed. Voor een belegger is het van belang om de risico's die gepaard gaan met het beleggen in vastgoed, zo goed mogelijk in beeld te hebben. Dit blijkt in de praktijk echter lastig. Eerder onderzoek uitgevoerd door de IPD in 2000 onder circa 700 vastgoed beleggers in Engeland toont aan dat er wel 1.600 verschillende risico's worden genoemd en dat de kwaliteit van de huurder tot de vaakst genoemde risico's behoort (IPD, 2000).

Voor de beleggers is het van belang dat de marktwaarde van het vastgoed in de portefeuille zo nauwkeurig mogelijk wordt vastgesteld en dat de risico's hierin zijn meegenomen. De marktwaarde van de portefeuille wordt door de belegger gebruikt voor o.a. rapportages, het bepalen van rendementen en het vaststellen van de koers per participatie van vastgoedfondsen (a.s.r. real estate, 2019). De marktwaarde van de vastgoedportefeuille is een belangrijke variabele die de koers van een vastgoedfonds bepaalt. Voor veel niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen heeft de marktwaarde van de portefeuille een directe één op één relatie met de hoogte van de koers per participatie. Participanten kunnen in een vastgoedfonds toe- en uittreden tegen de afgegeven koers per participatie. Daarom is het van belang dat de marktwaarde nauwkeurig wordt vastgesteld. Hiervoor maakt de belegger in veel gevallen gebruik van onafhankelijke taxateurs. De frequentie waarop de portefeuille wordt getaxeerd zal in veel gevallen afhangen van de momenten waarop participanten kunnen toe- en uittreden. Een vastgoedfonds waarvoor geldt dat er ieder kwartaal kan worden toe- en uitgetreden zal idealiter vier keer per jaar een taxatie laten uitvoeren, zodat er ieder kwartaal een nauwkeurige koers per participatie kan worden afgegeven. Indien de marktwaarde niet nauwkeurig wordt bepaald, loopt een participant het risico dat hij of zij tegen een onjuiste koers per aandeel toe-

of uittreedt. Gezien de omvang van de beleggingen in dit type vastgoedfondsen kan de financiële impact hiervan zeer groot zijn. Ter illustratie: op het moment dat een onafhankelijke taxateur in een bepaald kwartaal niet alle beschikbare informatie verwerkt in de marktwaarde van de portefeuille (bijvoorbeeld het risico op een dreigend faillissement) en dit een kwartaal later wel meeneemt waardoor de marktwaarde van de portefeuille daalt en dus de koers per participatie daalt, dan is de participant het vorige kwartaal tegen een te hoge koers per participatie toegetreden.

Uit de vorige paragraaf blijkt dat het voor een belegger dus essentieel is dat de marktwaarde van de portefeuille zo nauwkeurig en consistent mogelijk wordt bepaald. Teneinde dit te waarborgen is voor deelnemers aan de Vastgoedindex een aantal taxatierichtlijnen opgesteld waaraan deelnemers zich moeten houden. Dit is gedaan om te zorgen dat taxaties van de deelnemers aan de Vastgoedindex steeds op dezelfde manier tot stand zijn gekomen en dus ook met elkaar vergeleken kunnen worden. Sinds 2018 zijn de taxatierichtlijnen van de Vastgoedindex vervangen door de 'Taxatierichtlijnen vastgoedindex'. Deze nieuwe richtlijnen zijn een gezamenlijk initiatief van de taxatiewerkgroep waar de volgende partijen deel van uitmaken: Taxatiewerkgroep IPD Nederlandse Vastgoed Index, Stichting ROZ Vastgoedindex, IVBN en Stichting NRVV. Deze taxatierichtlijnen zijn onderdeel geworden van de NRVV Praktijkhandreiking Bedrijfsmatig Vastgoed.

2.4.1 Jurisprudentie

Het belang van de financiële positie van een huurder en daarmee het risico op een dreigend faillissement blijkt ook uit een eerdere rechtszaak¹ tussen Stichting Pensioenfonds voor Fysiotherapeuten (koper) en Buiten-Mere Properties BV (verkoper). Op 18 april 2012 is er tussen beide partijen een koopovereenkomst gesloten voor de levering van twee appartementsrechten (lees winkels) in Almere.

Tijdens de onderhandeling heeft de koper aan de verkoper gevraagd om alle relevante informatie inzake de huursituatie aan te leveren. De verkoper heeft relevante informatie zoals de huurovereenkomst en de laatste huurfactuur aangeleverd, maar heeft nagelaten om de koper te informeren over eerdere gesprekken met een van de huurders waaruit blijkt dat de huurder de overeengekomen huurprijs niet kan betalen. Ook heeft de verkoper nagelaten om te melden dat zij recent een deel van de huurachterstand heeft kwijtgescholden. In de geheimhoudingsclausule die de koper heeft getekend stond dat zij geen contact mocht opnemen met de huurder. Hierdoor had de koper niet de mogelijkheid om zelf de huursituatie te bespreken met de huurder.

De koper stelt dat zij door onvolledig geïnformeerd te zijn door de verkoper over de huursituatie van de winkels, een hogere koopsom heeft betaald dan dat zij gedaan zou hebben als zij volledig was geïnformeerd. Dit onderbouwd de koper als volgt:

- Het bruto aanvangsrendement dat gehanteerd zou zijn als de koper geweten had van de betalingsproblemen van huurder zou hoger zijn geweest, waardoor de koopsom lager zou zijn.
- Er zou bij de bepaling van de koopsom rekening gehouden worden met diverse correcties/kosten die worden gemaakt om de winkel opnieuw te verhuren.
- Er zou bij de bepaling van de koopsom rekening gehouden worden met het verschil tussen de huidige contractuele huurprijs en de markthuurprijs.

In reactie hierop heeft de rechtbank de volgende overweging meegegeven. "Het is niet aannemelijk dat een belegger, voor wie de huurinkomsten zeer relevant zijn, geen aanpassing van de koopprijs zou hebben gevraagd als zij had geweten dat er, los van de bestaande huurachterstand die zij had geaccepteerd, eerder ook structurele betalingsproblemen waren geweest".

¹ BAMS,14-03-2016, ECLI:NL:RBAMS:2016:951

Uiteindelijk is de koper in het gelijk gesteld en heeft de verkoper de geleden schade moeten vergoeden.

Uit deze rechtszaak blijkt eens te meer het belang van de financiële positie van een huurder en een dreigend faillissement voor de bepaling van de marktwaarde. Aangetoond is dat een koper informatie over de financiële positie van een huurder relevant vindt. Gelet op de opdracht van de taxateur om de marktwaarde van een specifiek object te bepalen en de definitie van de marktwaarde aangeeft dat het belang van een koper meegewogen moet worden kan worden geconcludeerd dat een taxateur dit ook als relevante informatie dient te beschouwen. De manieren waarop de financiële positie van de huurder impact heeft op de hoogte van de koopsom, komt overeen met de manieren waarop de taxateur de marktwaarde zou kunnen corrigeren.

2.4.2 Subjectiviteit / Taxatie nauwkeurigheid / Smoothing en Lagging

Zoals beschreven in paragraaf 2.6 kunnen door de taxateur een groot aantal rekenmethodes worden gebruikt, waarbij meerdere input variabelen worden gehanteerd. Bij het vaststellen van deze input variabelen zit een grote mate van subjectiviteit, zeker in het geval dat er weinig tot geen vergelijkbare transacties hebben plaatsgevonden in de markt of als het getaxeerde object een complex/uniek karakter heeft (Schekkerman, 2004). Dit zorgt er voor dat er in de berekende marktwaarde altijd een bepaalde mate van onzekerheid zit. Een veel genoemde en besproken oorzaak voor deze onzekerheid is het smoothing en lagging effect. Het lagging effect wordt veroorzaakt doordat taxateurs vaak terughoudend zijn in het aanpassen van de marktwaarde op basis van één referentietransactie. En tevens het feit dat niet altijd alle transacties juist en volledig worden gepubliceerd. Zeker in een markt waarin weinig transacties plaatsvinden zal het lagging effect aanwezig zijn (Have, 2011). Indien een taxateur een object meerdere keren achter elkaar taxeert, wat bij veel institutionele beleggers gebruikelijk is aangezien zij werken met een drie jaar cyclus conform de taxatierichtlijnen van de Vastgoedindex, baseert de taxateur zicht vaak op de eerder opgestelde taxatie en laat deze taxatie meewegen bij het bepalen van de input variabelen. Een taxateur zal een zichtbare verandering van de input variabelen vaak temperen en geleidelijk aan verwerken om op deze manier de waarde mutaties beperkt te houden. Dit wordt ook wel het smoothing effect genoemd (Have, 2011).

2.5 Wet- en regelgeving

Voor dit onderzoek zijn de faillissementswet en de wetgeving voor de verhuur van bedrijfsruimten (artikel 290 Burgerlijk Wetboek, boek 7) van belang. In de volgende paragrafen wordt de relevante regelgeving nader toegelicht.

2.5.1 Faillissementswet

Onder de paragraaf 2.6 benoemde risico-opslagen valt ook het risico op een (dreigend) faillissement. Zoals in de paragraaf over de winkelmarkt wordt toegelicht zijn het momenteel zware tijden voor de fysieke winkels. In deze paragraaf wordt onderzocht welke formele fases een faillissementstraject kent en wat de invloed hiervan kan zijn op de taxatieberekening.

Op het moment dat een onderneming/ondernemer niet meer aan zijn financiële verplichtingen kan voldoen, start het faillissementsproces. Indien de ondernemer slechts tijdelijk niet aan zijn financiële verplichtingen kan voldoen en/of een faillissement wil voorkomen, is er de mogelijkheid om als eerste stap tijdelijk uitstel van betaling aan te vragen. Dit tijdelijke uitstel van betaling wordt 'surseance van betaling' genoemd. Als de surseance niet tot een oplossing leidt en de ondernemer niet aan zijn financiële verplichtingen kan voldoen, gaat de onderneming failliet. In de faillissementswet zijn alle procedures, rechten en plichten met betrekking tot een faillissement vastgelegd. In de paragrafen hierna worden de verschillende stadia van het faillissementsproces nader toegelicht.

2.5.1.1 *Surseance van betaling*

Op het moment dat een ondernemer/onderneming tijdelijk niet aan haar (financiële) verplichtingen kan voldoen en het niet lukt om betalingsregelingen te treffen met schuldeisers, dan heeft een ondernemer de mogelijkheid om via zijn advocaat bij de rechter een verzoekschrift in te dienen en 'surseance van betaling' aan te vragen. De maximale periode waarvoor de rechter 'surseance van betaling' kan verlenen is 1,5 jaar. Het doel hiervan is te allen tijde om een faillissement te voorkomen. Indien het verzoekschrift op de juiste wijze is aangeleverd bij de rechter en het voldoet aan alle eisen, dan wordt er door de rechter een voorlopige surseance van betaling verleend en wordt er tevens een bewindvoerder aangesteld. Vervolgens wordt er een zitting gepland waarbij zowel de ondernemers als ook de schuldeisers uitleg mogen geven over de situatie die is ontstaan. Vervolgens wordt er door de schuldeisers gestemd over het uitstel van betaling. Bij te weinig stemmen voor surseance zal de rechter de surseance van betaling beëindigen en wordt de onderneming failliet verklaard.

Indien er wel overeenstemming wordt bereikt met de schuldeisers, dan kunnen de schuldeisers gedurende de periode waarvoor surseance wordt verleend, geen schulden meer opeisen. De bewindvoerder zal de ondernemers adviseren, helpen bij de onderhandelingen met de schuldeisers en gezamenlijk met de ondernemers beslissen over het vermogen en de uitgaven van de onderneming.

De surseance van betaling eindigt op het moment dat de bewindvoerder of een van de schuldeisers een verzoek tot intrekking van 'surseance van betaling' doet, de ondernemer weer aan al haar verplichtingen kan voldoen of als er een definitief akkoord met de schuldeisers is overeengekomen (Koophandel, z.d.).

2.5.1.2 *Faillissement*

Een faillissement kan zowel door de ondernemer als door de schuldeisers bij de rechter worden aangevraagd. De ondernemer kan dat doen op het moment dat zijn onderneming niet meer aan haar financiële verplichting kan voldoen. De schuldeisers kunnen dat, zonder medewerking van de onderneming, op het moment dat zij van mening zijn dat schulden te hoog oplopen en er geen uitzicht meer is op verbetering van de situatie. Er zullen altijd ten minste twee schuldeisers de faillissementsaanvraag moeten indienen (er is een zogenoemde steunvordering van een tweede partij nodig).

Een faillissement kan alleen door de rechter worden uitgesproken. Nadat de rechter een faillissement heeft uitgesproken wordt er door de rechter een curator benoemd. De curator neemt vanaf dat moment alle beslissingen over de onderneming, beheert het vermogen en vertegenwoordigt vanaf dat moment ook de belangen van de schuldeisers.

De curator zal ten eerste de financiële positie van de onderneming in kaart brengen. Vervolgens zal de curator een voorstel doen aan de schuldeisers om te proberen het faillissement tot een voor alle partijen zo goed mogelijk einde te brengen (Koophandel, z.d.).

Voor faillissementen in de retail branche zal het voorstel van de curator meestal een betalingsregeling betreffen en structurele aanpassingen aan de huurvoorwaarden. Er zijn op dat moment twee mogelijke uitkomsten:

1. De schuldeisers gaan akkoord met het voorstel van de curator en het faillissement wordt beëindigd.
2. De schuldeiser gaan niet akkoord. De rechter bevestigt definitief het faillissement en de curator zal alle bezittingen van de onderneming verkopen om zodoende zoveel mogelijk geld terug te halen voor de schuldeisers.

Voor de verhuurder betekent een faillissement een risico dat er (tijdelijk) geen huurinkomsten meer worden ontvangen. Ook kan het betekenen dat er na onderhandeling met de curator of een overname kandidaat genoeg moet worden genomen met aangepaste, lees lagere, huurcondities. Dit hoeft natuurlijk niet zo te zijn en een faillissement kan ook een kans opleveren voor de verhuurder. De verhuurder heeft immers in het geval van een faillissement, net zoals de curator, de mogelijkheid de huurovereenkomst te beëindigen. Deze mogelijkheid staat beschreven in artikel 39 lid 1 van de faillissementswet. Indien de markthuur op dat moment hoger ligt dan de betaalde huurinkomsten, zou een faillissement in het gunstigste geval kunnen leiden tot hogere huurinkomsten. Echter zal dit niet in alle gevallen de situatie zijn en in de meeste gevallen zal een faillissement ertoe leiden dat de huurcondities naar beneden worden bijgesteld.

Voor een taxateur betekent een faillissement een stukje onzekerheid over de continuïteit van de huuropbrengsten. Deze onzekerheid vormt een risico en zal door de taxateur worden meegenomen bij de totstandkoming van de marktwaarde.

2.5.2 Wetgeving voor de verhuur van bedrijfsruimten (conform artikel 7:290 Burgerlijk Wetboek)

De huurder van een winkelruimte wordt in Nederland op basis van rechterlijke bepalingen zoals vastgelegd in artikel 7:290 van het Burgerlijk Wetboek. De bescherming komt voort uit de veronderstelling dat een huurder geïnvesteerd heeft in het vastgoedobject. De waarde van de onderneming hangt dus voor een deel samen met de locatie. De bescherming heeft betrekking op onder meer looptijden, huurprijzen en contractbeëindigingen. Zo geldt op grond van artikel 7:292 dat standaard sprake is van een huurovereenkomst met een looptijd van vijf jaar, die zonder dat actie hoeft te worden ondernomen, verlengd wordt met nog eens vijf jaar (Burgerlijk Wetboek, 2020). Na afloop van de eerste vijf jaar kan de huurder de huurovereenkomst beëindigen zonder opgave van reden. De verhuurder daarentegen kan na afloop van de eerste vijf jaar alleen opzeggen als de huurder zijn bedrijfsvoering niet op orde heeft of als de verhuurder de ruimte dringend nodig heeft voor eigen gebruik. Aangezien de huurder een aanzienlijke vorm huurbescherming geniet en het voor de verhuurder niet mogelijk is de huurovereenkomst tussentijds te beëindigen is het van belang dat bij een taxatie de financiële positie van de huurder onderzocht wordt.

2.6 Eerder onderzoek naar het effect van faillissementen op de markthuur

Er is tot nu toe weinig specifiek onderzoek gedaan naar de verwerking van een (dreigend) faillissement in het taxatieproces. Een onderzoek dat er zijdelings wel op aansluit is het onderzoek uitgevoerd door Sander van Welie in 2016. In dit onderzoek is onderzocht wat het effect is van een faillissement op de markthuur van een specifieke winkelunit. De uitkomsten van dit onderzoek tonen aan dat er gemiddeld genomen geen robuust bewijs is dat faillissementen de markthuur van een specifieke winkelunit beïnvloeden. Het regressiemodel veronderstelt dat de markthuur wordt verklaard door compositie-effecten niet door faillissementen. Significant is wel aangetoond dat de markthuur in panels met een faillissement hoger is dan zonder faillissement (van Welie, 2016).

Ondanks het feit dat de markthuur van een winkelunit niet wordt beïnvloed door een faillissement, is het wel te verwachten dat de marktwaarde van de winkelunit wordt beïnvloed. Dit komt doordat een faillissement in de meeste gevallen impact heeft op de huurinkomsten van de verhuurder. Deze impact wordt gezien als een onzekere factor in de berekening en zal als risico worden meegenomen door de taxateur in de berekening van de marktwaarde.

2.7 Conclusie

Uit het theoretisch onderzoek komt naar voren dat het merendeel van de reglementen en richtlijnen waar de taxateurs zich aan moeten houden, zoals o.a. het NRVT en de RICS als voornaamste doel hebben om de onafhankelijkheid, integriteit en kwaliteit van de taxateurs en het taxatieproces te borgen. Door de verschillende instanties wordt er slecht op hoofdlijnen advies gegeven over de te hanteren rekenmethodiek. Hierdoor heeft de taxateur nog steeds erg veel vrijheid om zelf invulling te geven aan de berekening van de marktwaarde. Hierdoor is het als opdrachtgever niet altijd eenvoudig om de uitkomsten van de taxatieberekening te volgen. Over de informatiebehoefte van de taxateur en de verantwoordelijkheid voor de juistheid en volledigheid van de gebruikte data staan enkele duidelijke handvatten in de reglementen en richtlijnen waar de taxateur en opdrachtgever zich aan dienen te houden.

3 Onderzoeksmethode

3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt een toelichting gegeven op de gebruikte onderzoeksmethode en de gemaakte keuzes. In paragraaf 3.3 wordt een toelichting gegeven op de keuze voor interviews en wordt de praktische uitvoering en verwerking toegelicht. In paragraaf 3.4 wordt de keuze voor een casestudie beargumenteerd en wordt ingegaan op de gebruikte data en de betrouwbaarheid daarvan.

3.2 Verantwoording onderzoeksmethode

Het empirisch deel van het onderzoek is kwalitatief van aard. Kwalitatief onderzoek kent verschillende methoden van dataverzameling. Teneinde de geldigheid van de resultaten van dit onderzoek te waarborgen is gebruik gemaakt van triangulatie, dat wil zeggen er worden gegevens verzameld vanuit verschillende invalshoeken (Baarda, et al., 2018). In dit onderzoek is ervoor gekozen informatie te verzamelen door middel van half-gestructureerde interviews en door middel van een casestudie. In de interviews gaat het vooral om het verzamelen van meningen over en het verkrijgen van inzicht in de dagelijkse praktijk van het taxatieproces. In de casestudie wordt door een analyse van reeds uitgevoerde taxaties onderzocht wat het werkelijk resultaat is van het taxatieproces. Op deze manier worden ervaren praktijk en uitgevoerde praktijk met elkaar verbonden.

3.3 Interviews

Baarda stelt dat als je wilt weten wat mensen denken en weten, interviews de aangewezen methode van dataverzameling zijn (Baarda, et al., 2018). In het kader van dit onderzoek wordt antwoord gezocht op de vraag of *een (dreigend) faillissement in de winkelmarkt een belangrijke input variabele is voor de waardering van het bij het faillissement betrokken winkelvastgoed*. De mening van de taxateur is voor de beantwoording van deze vraag relevant omdat zij vanuit hun ervaringen in de dagelijkse praktijk het belang van een (dreigend) faillissement in het taxatieproces kunnen beschrijven.

De uitkomsten van het literatuuronderzoek zijn gebruikt als basis voor het opstellen van vragen voor een half-gestructureerde interview met een viertal medewerkers van taxatiebureaus. In een half-gestructureerd interview liggen de hoofd- en deelvragen vast, maar is er ruimte voor 'doorvragen' (Baarda, et al., 2018). Voor deze interview vorm is gekozen om de mogelijkheid te hebben waar nodig dieper in te gaan op de specifieke werkwijze van een taxateur. Voor het interview is een interview richtlijn opgesteld (zie bijlage 1). In de interviews wordt specifiek ingegaan op de manier waarop een taxateur de verschillende fases van een faillissement verwerkt in de waardering van winkelvastgoed. Ook wordt in de interviews gevraagd naar de wijze waarop de faillissementen van V&D en Hudson's Bay zijn verwerkt in de waardering van het winkelvastgoed en hoe het toegenomen risico op faillissement als gevolg van de coronacrisis wordt verwerkt in de waardering van winkelvastgoed. Het interview bestaat concreet uit een aantal topics, waar vervolgens specifieke open vragen aan zijn gekoppeld. De topics zijn: taxatieproces, rekenmethode, faillissement V&D en Hudson's Bay en de gevolgen de coronacrisis voor de taxaties van winkelvastgoed. Per topic zijn kernvragen geformuleerd die in ieder interview gesteld zijn. Tijdens de interviews zijn verdiepingsvragen geformuleerd op basis van het verloop van het interview. De interview richtlijn is niet altijd tot op de letter gevolgd, soms liepen in de antwoorden bijvoorbeeld de verschillende fases in het faillissement door elkaar.

De interviews zijn opgenomen en na afloop (zo goed mogelijk) integraal getranscribeerd (zie bijlage 2). Vervolgens zijn de antwoorden per topic in een afbeelding geplaatst. Daarbij is onderscheid gemaakt tussen de kernvragen en de verdiepingsvragen. De essentie van de antwoorden op de kernvragen is

met kleurcodes weergegeven. Vervolgens is in de antwoorden op de verdiepingsvragen gezocht naar verdere onderbouwing van het antwoord op de kernvraag. Verdiepingsaspecten zijn ook weer gemarkeerd (zie bijlage 3). In hoofdstuk 4 worden de resultaten van de interviews weergegeven. Teneinde de resultaten van de interviews overzichtelijk en gestructureerd te verwerken in dit onderzoeksverslag is er voor gekozen per vraag de antwoorden te analyseren en vervolgens te reflecteren op de analyse.

3.3.1 Respondenten

Om te waarborgen dat er een verband kan worden gelegd tussen de resultaten van de interviews en de resultaten van de casestudie is ervoor gekozen in eerste instantie taxateurs te benaderen die betrokken waren bij de taxatie van de voormalige V&D en Hudson's Bay panden. Uiteindelijk waren 3 taxateurs bereid een interview te geven. Drie van de taxateurs zijn werkzaam bij taxatiebureaus die gezamenlijk een groot deel van de portefeuilles van de institutionele beleggers taxeren. Samen waren zij tevens betrokken bij circa 75% van de taxaties van de voormalige V&D en Hudson's Bay objecten. Teneinde de scope van de interviews te verbreden is vervolgens ook een zelfstandig taxateur gevraagd deel te nemen aan een interview. De respondenten hebben de interviews gegeven op persoonlijke titel. De resultaten van de interviews zijn dus niet representatief voor de taxatiebranche, maar geven slechts een beeld van de dagelijkse praktijk.

3.4 Casestudie

In de interviews is specifiek gevraagd of de verschillende fases van een faillissement in de dagelijkse taxatiepraktijk consistent en consequent worden verwerkt in de waardering van het bij het faillissement betrokken winkelvastgoed. De volgende stap is verifiëren of de in de interviews benoemde werkwijze in de praktijk ook daadwerkelijk wordt toegepast. Over het algemeen is een dergelijke verificatie lastig aan de hand van taxatierapporten uit te voeren omdat situaties zelden vergelijkbaar zijn. De situatie rond V&D en Hudson's Bay vormt daarop echter een uitzondering. Aangezien het merendeel van de winkels van Hudson's Bay gevestigd was in een voormalig V&D gebouw (14 van de 15 winkels), kan in kaart gebracht worden of de waardeontwikkeling en de gehanteerde rekenmethode van de gebouwen voor beide faillissementen vergelijkbaar is. Daarom wordt op basis van bestaande gegevens van een zestal taxaties van winkelvastgoed van V&D en Hudson's Bay een casestudie uitgevoerd.

Met een casestudie wordt het totaalbeeld van een fenomeen in zijn context beschreven (Baarda, et al., 2018). In dit geval gaat het om het fenomeen van de verwerking van de verschillende fases van het faillissement van V&D en Hudson's Bay in de waardering van het winkelvastgoed. Er zijn vijf fases in het faillissementsproces gedefinieerd. Vervolgens is per fase een vergelijking gemaakt tussen de taxaties van de verschillende locaties in de twee kwartalen in de desbetreffende fase. Per fase is per locatie een cijfermatige analyse gemaakt van de verschillen in de taxaties. Ook is per fase gekeken naar de argumentatie die de taxateur weergeeft in zijn toelichting. Tot slot is per fase geflecteerd op de al dan niet aanwezige verschillen.

3.4.1 Te gebruiken data voor de casestudie

Voor de casestudie wordt in de eerste plaats gebruik gemaakt van de taxatiegegevens van de vastgoedportefeuille van a.s.r. real estate (ASR). ASR is eigenaar van zes van de voormalige V&D gebouwen en van vier van de voormalige Hudson's Bay gebouwen. In de tweede plaats wordt gebruik gemaakt van de schriftelijke toelichting die door de taxateurs zijn geschreven ten tijde van de taxaties. Alle gegevens zijn volledig anoniem verwerkt.

De gegevens die zijn gebruikt voor de waardeontwikkeling van de Nederlandse winkelmarkt zijn afkomstig uit de MSCI Key Centre Reference Tables, tabblad Retail, filter standing Investments all Netherlands (Quarterly, datareeks Capital Growth (MSCI, 2021),

3.5 Afbakening

In deze scriptie wordt onderzoek gedaan naar de rol die faillissementen spelen bij de waardering van winkelvastgoed. Hierbij wordt niet gekeken naar de rol die faillissementen spelen bij de waardering van andere typen vastgoed, zoals de kantorenmarkt en de woningmarkt. Ook is de focus gelegd op het taxatieproces van een professionele vastgoedbelegger die meedoet aan de Vastgoedindex. Hiervoor zijn specifieke taxatierichtlijnen opgesteld.

De in de casestudie gebruikte gegevens hebben betrekking op een specifieke sector binnen het winkelvastgoed (warenhuislocaties). De resultaten van dit onderzoek zijn daarmee niet representatief voor de winkelmarkt als geheel, maar geven wel een beeld van deze specifieke sector, waarin bijvoorbeeld het aspect van alternatieve aanwendbaarheid een belangrijk aspect is.

Teneinde de anonimiteit van de taxatiegegevens te waarborgen, worden de resultaten van de analyse uitsluitend weergegeven in procentuele verschillen. Bij de beoordeling van de taxatie-uitkomsten in de casestudie wordt een vergelijking gemaakt met de gemiddelde waardeontwikkeling van de Nederlandse winkelmarkt op basis van de resultaten van de Vastgoedindex. De verschillen in de waardemutaties worden verklaard vanuit de verwerking van het risico van het (dreigend) faillissement. Niet uitgesloten kan worden dat andere factoren zoals de locatie en de courantheid van het vastgoedobject en overige voorwaarden in de huurovereenkomst, een oorzaak zijn van de waardemutaties. Echter op basis van de significante afwijking ten opzichte van de landelijke cijfers en op basis van de toelichting die de taxateur heeft gegeven kan worden vastgesteld dat de impact van de faillissementen de belangrijkste bepalende factor is geweest. Daarom is ervoor gekozen de overige factoren buiten beschouwing te laten.

4 Empirisch onderzoek deel 1: Interviews

4.1 Inleiding

Naar aanleiding van het theoretisch onderzoek kan worden vastgesteld dat regelgeving en richtlijnen weliswaar voornamelijk als doel hebben de onafhankelijkheid, integriteit en kwaliteit van de taxateurs en het taxatieproces te borgen. Echter wie wat verder kijkt, ziet dat wel degelijk concrete richtlijnen worden gegeven ten aanzien van de verwerking van aspecten van de financiële positie van de huurder in het taxatieproces van (winkel)vastgoed.

De achtergrond voor de vraagstelling in de interviews is de veronderstelling dat het taxatieproces van de taxatiebureaus in Nederland er in grote lijnen hetzelfde uitziet. Dit komt doordat zij zich allemaal moeten houden aan de richtlijnen van het Nederlands Register Vastgoed Taxateurs (NRVT) die in Nederland gelden. In deze richtlijnen wordt echter niet beschreven hoe omgegaan moet worden met het specifieke risico op een (dreigend) faillissement, terwijl dit een belangrijke invloed op de waarde van het vastgoed kan hebben, zoals is beschreven in paragraaf 2.8.1 jurisprudentie. Met de interviews wordt onderzocht welke rol faillissementen spelen in het taxatieproces en op welke wijze de taxateurs de risico's die gepaard gaan met een (dreigend) faillissement verwerken in de berekening van de marktwaarde van winkelvastgoed. Tijdens het interview worden de volgende topics besproken: taxatieproces, rekenmethode, faillissement V&D en Hudson's Bay en de gevolgen van de coronacrisis voor de taxaties van winkelvastgoed.

In het interview kwamen kernvragen en verdiepingsvragen aan de orde. De kernvragen zijn met alle respondenten besproken. Met de verdiepingsvragen werd het onderwerp eventueel verder uitgewerkt. In de volgende paragrafen worden de resultaten van de interviews weergegeven.

4.2 Het taxatieproces

Om meer inzicht te krijgen in de rol die faillissementen spelen in het taxatieproces zijn de volgende vragen besproken.

Gebruikt u bij het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst een standaardlijst met documenten die u minimaal nodig heeft?

Antwoord: Alle geïnterviewde taxateurs geven aan een minimale set met documenten te hanteren die door de opdrachtgever moeten worden verstrekt. Hieronder vallen bijvoorbeeld een huurlijst en tekeningen van het gehuurde. Deze minimale set met documenten wordt al op het moment dat de taxatieopdracht wordt overeengekomen onderling besproken.

Reflectie: Opvallend is dat geen van de taxateurs bij het beantwoorden van deze vraag refereert aan de minimale op te vragen informatie zoals opgenomen in de checklist die het NRVT verplicht stelt. (artikel 14.3 van het Reglement bedrijfsmatig vastgoed van het NRVT).

Maakt een debiteurenlijst deel uit van de standaardlijst met documenten die u voor een Professionele Taxatiedienst gebruikt?

Antwoord: Alle geïnterviewde taxateurs geven aan niet standaard een debiteurenlijst op te vragen bij hun opdrachtgevers. Vanuit de opdrachtgever wordt er ook geen debiteurenlijst aangeleverd aan de taxateurs. Wanneer dieper wordt ingegaan op dit onderwerp, geeft een van de taxateurs aan dat een debiteurenlijst eigenlijk niet voldoende is, maar dat hij graag meer informatie zou ontvangen over de

financiële positie van de huurders. De opdrachtgevers zijn echter niet bereidwillig om deze informatie te verstrekken.

Reflectie: Op basis van een debiteurenlijst kan inzicht worden verkregen in het betalingsgedrag van de huurder. Op het moment dat het debiteurensaldo oploopt, zou dit een voorteken kunnen zijn dat een huurder in moeilijkheden verkeert en neemt het risico dat een huurder failliet gaat toe. Ook voor de 'huur draagkracht' methode, die later in het interview door verschillende taxateurs als belangrijke rekenmethode wordt geïdentificeerd kan het debiteurensaldo gelden als belangrijke input. Daarnaast geldt dat op basis van de richtlijnen van het NRVT een overzicht van de huurachterstand van de huurder als noodzakelijke informatie wordt gezien (zie artikel 19.2 van het Reglement Bedrijfsmatig Vastgoed (NRVT, Reglement bedrijfsmatig vastgoed, 2017)). Conform aanbeveling 8 van het PTA heeft echter ook de opdrachtgever de plicht om relevante informatie over de financiële positie van de huurder te verstrekken. Dit stuit echter vaak op een gebrek aan bereidwilligheid van de opdrachtgever.

In hoeverre vindt u de financiële positie van een huurder relevante informatie voor het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst?

Antwoord: Op deze vraag wordt door de geïnterviewde taxateurs geen eenduidig antwoord gegeven. Waar de ene taxateur de financiële positie van een huurder in beperkte mate relevant vindt, vindt de andere taxateur dit zeer belangrijke informatie. Hierbij wordt door de taxateurs die het relevante informatie vinden, benadrukt dat het ook volledig afhankelijk is van de situatie van de winkelmarkt. Op het moment dat de winkelmarkt onder druk staat en de huurprijzen dalen, dan kan de financiële positie van een huurder zeer relevante informatie opleveren over de toekomstige kasstromen.

Reflectie: In het theoretisch kader is beschreven dat de afspraken in de huurovereenkomst en de kwaliteit van de huurder belangrijke input variabelen zijn voor de berekening van de marktwaarde. De financiële positie van een huurder kan worden gebruikt om de kwaliteit van de huurder te beoordelen en zou om die reden te allen tijde door de taxateur onderzocht moeten worden.

Doet u onderzoek naar de financiële positie van een huurder bij het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst?

Antwoord: Op deze vraag wordt door de geïnterviewde taxateurs wederom niet eenduidig gereageerd. Het merendeel van de taxateurs geeft aan geen onderzoek naar de financiële positie van een huurder te doen. Terwijl een van de taxateurs aangeeft dit afhankelijk van de situatie wel te doen. Wanneer tijdens het interview wordt doorgevraagd naar wat de taxateur doet als hij signalen ontvangt dat de huurder financiële problemen heeft geeft het merendeel van de taxateurs aan dat het afhangt van de specifieke situatie of een onderzoek naar de financiële positie van een huurder wordt uitgevoerd. In het geval dat er sterke signalen zijn dat een huurder in moeilijkheden verkeert is slechts een van de taxateurs nog steeds van mening dat geen onderzoek hoeft te worden uitgevoerd. De mate waarin er onderzoek wordt gedaan verschilt ook per bureau. Waar de ene taxateurs een volledige 'krediet check' laat uitvoeren, houdt de andere het uitsluitend bij het doornemen van de berichtgeving in de media. Een van de taxateurs geeft aan graag in contact te komen met een huurder. Hij geeft aan: "Tijdens een gesprek kom je dan meer te weten over de financiële positie van een huurder dan een debiteurenlijst of andere berichtgeving jou kunnen geven." Hij geeft echter aan dat dergelijke gesprekken in de praktijk zelden of nooit plaatsvinden, omdat de opdrachtgevers hier niet voor open staan. Uiteindelijk concludeert een van de taxateurs dat een kapitaal krachtige huurder die door de jaren heen goed presteert hoger zal worden getaxeed dan een lokale ondernemer waarvan geen financiële informatie beschikbaar is.

Reflectie: De manier waarop de taxateurs onderzoek doen naar de financiële positie van een huurder verschilt per kantoor. Het zou een goed begin zijn als de taxateurs in ieder geval een debiteurenlijst ontvangen. Hiermee kan worden bepaald of het op basis hiervan noodzakelijk is om verder onderzoek te doen naar de financiële positie van een huurder.

In hoeverre vindt u de toekomstbestendigheid van de branche van de huurder relevante informatie voor het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst?

Antwoord: Alle geïnterviewde taxateurs geven aan dat de toekomstbestendigheid van de branche van de huurder belangrijke informatie is voor het uitvoeren van een taxatieopdracht. Wel wordt er door een van de taxateurs opgemerkt dat de branche van de huidige huurder niet alles bepalend is aangezien er ook wordt gekeken naar de alternatieve aanwendbaarheid van een vastgoedobject.

Reflectie: Het is opvallend om te zien dat de taxateurs op deze vraag eenduidiger antwoord geven dan op de vraag over de relevantie van de financiële positie. Alle taxateurs zijn van mening dat de toekomstbestendigheid van de branche van de huurder relevante informatie is voor het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst. Zoals beschreven in het theoretisch kader is het vanwege de wet- en regelgeving in Nederland niet eenvoudig om als verhuurder een huurovereenkomst te beëindigen. De huurders zijn wat dat betreft goed beschermd. Daarmee lijkt de financiële positie van de individuele huurder zeker zo relevant als de toekomstbestendigheid van de branche van de huurder.

Doet u onderzoek naar de toekomstbestendigheid van de branche van de huurder bij het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst?

Antwoord: Alle taxateurs geven aan onderzoek te doen naar de toekomstbestendigheid van de branche van de huurder. De wijze waarop verschilt echter. Waar de ene taxateur gebruik maakt van externe rapportages uitgegeven door banken en adviesbureaus, gebruikt de andere taxateur uitsluitend informatie van de eigen researchafdeling. Het is opvallend dat de taxateurs die wel onderzoek doen naar de financiële positie van de huurder, minder uitgebreid onderzoek doen naar de toekomstbestendigheid van de branche van de huurder. De uitkomsten van het onderzoek naar de toekomstbestendigheid van de branche van de huurder zouden volgens alle taxateurs moeten worden weergegeven in de SWOT analyse van het taxatierapport.

Reflectie: De manier waarop de taxateurs hun onderzoek uitvoeren verschilt per taxatiebureau. Dit hoeft echter niet te leiden tot verschillende inzichten aangezien er over de toekomstbestendigheid van de branches een grote hoeveelheid informatie beschikbaar is voor alle betrokkenen. Bijvoorbeeld doordat de research afdeling van grote adviesbureaus hun resultaten openbaar maken. Opvallend is dat de taxateurs enerzijds van mening zijn dat de toekomstbestendigheid van de branche van de huurder onderdeel moet zijn van een SWOT-analyse, zoals ook genoemd in artikel 15.20 van het Reglement Bedrijfsmatig Vastgoed. Terwijl zij anderzijds het niet noodzakelijk een uitgebreide beoordeling van onzekerheden toe te passen, zoals vermeld in artikel 15.21 van het Reglement Bedrijfsmatig Vastgoed.

Met welke van onderstaande stellingen bent u het eens?

- *Het is de verantwoordelijkheid van de taxateur om relevante informatie over de financiële positie van de huurder op te vragen.*
- *Het is de verantwoordelijkheid van de opdrachtgever om relevante informatie over de financiële positie van de huurder aan te leveren.*

Antwoord: Alle geïnterviewde taxateurs zijn het erover eens dat het een gezamenlijke verantwoordelijkheid van de taxateur en de opdrachtgever is om relevante informatie over de financiële positie van een huurder onderling te delen.

Reflectie: Het antwoord dat de taxateur geven is in overeenstemming met de regelgeving. Wat wel opviel is dat de vraag voor alle taxateurs in eerste instantie stemde tot nadenken, terwijl de regelgeving hierin duidelijk is. Conform artikel 9.17 van het Reglement Bedrijfsmatig Vastgoed verklaart de opdrachtgever dat de verstrekte informatie juist en volledig is. Vervolgens heeft de taxateur conform artikel 14.1 de inspanningsplicht om de juistheid en volledigheid van de informatie te controleren (NRVT, Reglement bedrijfsmatig vastgoed, 2017). Hieruit kan worden afgeleid dat de juistheid en volledigheid van de verstrekte informatie inderdaad een gezamenlijke verantwoordelijkheid is van de opdrachtgever en de taxateur.

4.3 Rekenmethode

Welke rekenmethode hanteert u voor de taxatie van een winkel?

Antwoord: De antwoorden op deze vraag lopen sterk uiteen. Wel is duidelijk dat het merendeel van de taxateurs de 'huur kapitalisatie' als voorkeursmethode gebruikt. Echter er wordt door de taxateurs tegenwoordig vaak gewerkt in geautomatiseerde rekenmodellen, in sommige gevallen zelfs rekenmodellen die taxateurs verplicht moeten gebruiken van de opdrachtgever. In deze geautomatiseerde rekenmodellen wordt vaak zowel een 'huur kapitalisatie' berekening als ook een 'discounted cashflow' berekening gemaakt. Vanuit de richtlijnen van het NRVT wordt geadviseerd om ten minste twee rekenmethoden toe te passen. Door zowel een 'huur kapitalisatie' berekening uit te voeren als een 'discounted cashflow' wordt er volgens de taxateurs voldaan aan dit vereiste vanuit de regelgeving. Verder geeft een van de taxateurs aan dat de keuze voor een rekenmodel ook sterk afhankelijk is van de specifieke situatie. Voor courante winkels op A1 locaties in de grote steden heeft het de voorkeur om een 'huur kapitalisatie' berekening te maken. Echter naarmate de volatiliteit in de kasstromen toeneemt, bijvoorbeeld als gevolg van onzekerheid over de toekomstbestendigheid van een huurder, geldt dat een 'discounted cashflow' steeds meer de voorkeur krijgt. Dit geldt overigens ook naarmate de vastgoedobjecten of winkelcentra groter worden. De reden hiervoor is dat volgens deze taxateur in een 'discounted cashflow' berekening de risico's in de kasstromen beter inzichtelijk gemaakt kunnen worden. Hierdoor is het ook voor de opdrachtgever eenvoudiger om te volgen met welke risico's een taxateur rekening heeft gehouden en wat de impact hiervan is op de marktwaarde. Ten slotte geeft een van de andere taxateurs aan dat er ook steeds vaker wordt gekeken naar de 'huur draagkracht' methode. Door de toepassing van de 'huur draagkracht' methode wordt er specifiek rekening gehouden met het huidige gebruik van de winkel en de toekomstbestendigheid van de branche.

Reflectie: Op basis van de richtlijnen heeft de taxateur de mogelijkheid om uit verschillende rekenmethodes te kiezen. Uit de antwoorden blijkt dat dit in de praktijk ook gebeurt. De keuze voor een bepaald rekenmodel lijkt voornamelijk te worden bepaald door de specifieke omstandigheden/situatie. Deze keuzevrijheid maakt dat het voor de opdrachtgever dat de uitkomsten van taxaties niet altijd eenvoudig te vergelijken zijn.

Wordt het risico dat een huurder failliet gaat meegenomen in de berekening van de marktwaarde?

Antwoord: De antwoorden op deze vraag van de verschillende taxateurs liggen in lijn met elkaar. Op het moment dat er een surseance van betaling is aangevraagd of als er een faillissement is aangevraagd, gaat het niet meer om slechts een risico op een faillissement maar zijn er daadwerkelijk signalen waar de taxateur niet omheen kan. In beide situaties nemen alle taxateurs dit mee in de berekening van de marktwaarde. Als er nog geen surseance van betaling of faillissement is

aangevraagd en er slechts signalen zijn dat een huurder in moeilijkheden verkeert, geven drie van de taxateurs specifiek aan het risico op een faillissement expliciet mee te nemen in de berekening van de marktwaarde. Dit doen zij door het rendement in de taxatie aan te passen.

Reflectie: Het is goed om te constateren dat de taxateur voor alle drie de verschillende fases van een (dreigend) faillissement van mening zijn dat dit van invloed is op de berekening van de marktwaarde.

Welke parameters worden in de berekening van de marktwaarden aangepast om de risico's van een faillissement weer te geven?

Antwoord: De taxateurs geven aan op verschillende manieren het risico op een faillissement in de berekening van de taxatie te kunnen verwerken. Zij zijn het eens over de verschillende manieren waarop het risico op een faillissement verwerkt kan worden in de berekening van de marktwaarde. Zij benoemen dat de keuze voor de manier waarop dit wordt verwerkt afhangt van de positie waarin een huurder zich bevindt, maar ook van de rekenmethode die er wordt gebruikt. Als er gebruik wordt gemaakt van de 'huur kapitalisatie' methode geven zij aan dit op de volgende manieren te kunnen verwerken in de berekening:

- door een aanpassing van het rendement
- door een correctie op te nemen voor de toekomstige leegstandsperiode
- door de correctie van de over/onderhuur situatie aan te passen

Als er gebruik wordt gemaakt van de 'discounted cashflow' methode geven zij aan dit op de volgende manieren te kunnen verwerken in de berekening:

- door een aanpassing van de disconteringsvoet
- door een correctie in de kasstroom op te nemen
- door de kans op leegstand aan te passen
- door het exit scenario aan te passen

Reflectie: De richtlijnen voor de verwerking van een (dreigend) faillissement in de berekening van de marktwaarde zijn niet concreet. Geconstateerd kan worden dat de taxateurs desondanks eensgezind zijn in de manier waarop ze dit risico in de berekening verwerken. Echter de variëteit van manieren waarop dit verwerkt kan worden zorgt ervoor dat het voor de opdrachtgever niet altijd nauwkeurig vast te stellen is wat de invloed van het dreigende faillissement is geweest op de marktwaarde.

Stel de volgende situatie doet zich voor: voor of op de waarde peildatum van de taxatie heeft de huurder van het getaxeerde object "surseance van betaling" aangevraagd. Neemt u hierover iets op in de taxatieberekening? Zo ja, wat?

Antwoord: De taxateurs zijn het in dit geval allemaal erover eens dat in de berekening van de marktwaarde een correctie moet worden opgenomen voor de onzekerheid over het voortbestaan van de huurder en de onzekerheid of de huur wordt doorbetaald. De wijze waarop deze correctie verwerkt moet worden in de taxatie verschilt op een aantal vlakken. Aangezien de huurovereenkomst op het moment dat er sprake is van surseance van betaling formeel nog niet is beëindigd, zal de huurovereenkomst nog steeds worden opgenomen in de berekening van de marktwaarde. Drie taxateurs geven aan dat zij het risico dat de huur niet volledig zal worden betaald, verwerken door middel van een aanpassing van het rendement in de berekening. Een andere optie die door slechts een van de taxateurs wordt genoemd is het aanpassen van de over/onderhuur correctie in de taxatie. Aangezien het niet meer zeker is dat deze correctie voor de resterende looptijd van de huurovereenkomst ontvangen wordt, kan de taxateur ervoor kiezen om deze correctie niet meer op te nemen. Als laatste noemt deze taxateur dat er alvast een correctie voor een toekomstige leegstandsperiode kan worden opgenomen.

Reflectie: Het is goed om te zien dat alle taxateurs van mening zijn dat op het moment dat er surseance van betaling is aangevraagd, dit meegenomen moet worden in de berekening van de marktwaarde. Wat opvalt is dat de manier waarop dit verwerkt wordt in de berekening van de marktwaarde verschilt per taxateur. Dit sluit aan bij de antwoorden die zijn gegeven bij de vorige vraag waarin een grote variëteit aan manieren van verwerking wordt benoemd.

Stel de volgende situatie doet zich voor: voor of op de waarde peildatum van de taxatie heeft de huurder van het getaxeerde object "faillissement" aangevraagd. Neemt u hierover iets op in de taxatieberekening?

Antwoord: De taxateurs zijn het in dit geval allemaal erover eens dat in de berekening van de marktwaarde een correctie moet worden opgenomen in verband met het faillissement van de huurder. Drie taxateurs geven aan dat de huurovereenkomst niet meer wordt meegenomen in de berekening van de marktwaarde en dat er moet worden uitgegaan van een lege winkel. Een van de taxateurs geeft aan dat hij zelf een inschatting doet van de kans dat er een doorstart van de winkel zal komen en afhankelijk van die inschatting wordt er bepaald of de huurovereenkomst wordt meegenomen als uitgangspunt of dat er wordt uitgegaan van een lege winkel. Vervolgens geven alle taxateurs aan dat zij het 'highest and best use' van het vastgoedobject bepalen op basis van het doorrekenen van de alternatieve aanwendbaarheid aan de hand van verschillende scenario's. De manier waarop dit inzichtelijk wordt gemaakt in de taxatieberekening verschilt wel per taxateur. De belangrijkste verschillen zijn dat ofwel de correcties om tot een alternatieve invulling te komen volledig inzichtelijk worden gemaakt en wordt gerekend met een marktconform rendement. Ofwel de correcties worden (deels) verwerkt door aanpassing van het rendement, waardoor de oude situatie toch nog een factor is in de taxatie. Een van de taxateurs geeft nog aan dat een faillissement niet alleen een risico vormt voor een verhuurder, maar dat het ook een kans voor de verhuurder kan betekenen. Op het moment dat de betaalde huurprijs lager ligt dan de markthuurl, zou de verhuurder in theorie bij een faillissement een hogere huurprijs kunnen realiseren.

Reflectie: Het is goed om te zien dat alle taxateurs van mening zijn dat op het moment dat er faillissement is aangevraagd, dit meegenomen moet worden in de berekening van de marktwaarde. Wat opvalt is dat de manier waarop dit verwerkt wordt in de berekening van de marktwaarde verschilt per taxateur en dat het uitgangspunt of ze uitgang van de bestaande of nieuwe situatie principieel verschillend is. Dit maakt het voor de opdrachtgever wederom lastig om de marktwaardes met elkaar te vergelijken.

4.4 Faillissementen V&D en Hudson's Bay

Bent u betrokken geweest bij zowel de taxaties van de V&D en de Hudson's Bay en kunt u zich nog herinneren hoe er in beide situaties is om gegaan met het risico op een faillissement en uiteindelijk ook het werkelijk uitgesproken faillissement?

Antwoord: Drie van de taxateurs zijn betrokken geweest bij zowel de taxaties van de V&D en de Hudson's Bay. De wijze waarop in deze situaties is omgegaan met het risico op een faillissement komt overeen met de wijze zoals toegelicht bij de eerdere vragen. Hetgeen het meest is bijgebleven van deze situatie is de timing waarop het faillissement van met name de V&D is uitgesproken. Aangezien het faillissement van V&D op 31 december 2015 werd uitgesproken leverde dit voor de taxateurs een onhandige situatie op. De taxaties met waardepeildatum 31 december 2015 waren namelijk al opgesteld en voorgelegd aan de opdrachtgevers. Er was op dat moment geen tijd om in één dag de berekening van de marktwaarde aan te passen. Dit is opgelost door hierover een opmerking in het taxatierapport op te nemen. Uiteindelijk is de taxatie van Q4 2015 in januari 2016 herzien op basis van de nieuwe informatie.

Reflectie: Het feit dat met name de timing van het faillissement van V&D als belangrijke factor wordt gezien is goed voor te stellen. Dit heeft met name praktische consequenties gehad voor het taxatieproces, maar vormt inhoudelijk geen factor. De werkwijze die destijds is gehanteerd komt overeen met de eerder gegeven antwoorden.

4.5 Gevolgen corona

Afgelopen jaar is de wereld overvallen door de uitbraak van het COVID-19 virus. Ook de winkelmarkt is hier zwaar door geraakt en er is een grote kans dat er een golf aan faillissementen aan zit te komen. Op welke manier heeft u dit in de berekening van de marktwaarde verwerkt?

Antwoord: De manier waarop de taxateurs de impact van het COVID-19 virus hebben verwerkt verschilt. Een van de taxateurs geeft aan dat dit effect niet meegenomen moet worden in de berekening van de marktwaarde omdat de impact te veel afhankelijk is van de individuele situatie van de huurder. Tevens geeft deze taxateur aan dat het risico van het COVID-19 virus verwerkt zit in het rendement van de taxatie en dat dit dus afgeleid kan worden uit de referentie transacties in de markt. De andere taxateurs geven eveneens aan dat het risico van het COVID-19 virus verwerkt wordt in het rendement van een taxatie. Echter geven zij aan dat op het moment dat het COVID-19 virus nieuwe informatie betrof en er nog geen referentietransacties waren die hier rekening mee hielden, zij de impact van het COVID-19 virus als een éénmalige correctie op de kasstroom in de berekening hebben meegenomen. De hoogte van deze correctie verschilt per taxateur en varieert van 3 maanden tot 6 maanden huur.

Reflectie: De wereld is overvallen door het COVID-19 virus. Dit is een gebeurtenis waar taxateurs nog nooit eerder tijdens de berekening van de marktwaarde mee te maken hebben gehad. Het valt op dat de taxateurs zelf ook zoekend zijn in de wijze waarop een dergelijke gebeurtenis verwerkt moet worden in de berekening van de marktwaarde.

4.6 Conclusie

Wat opvalt is dat ondanks het feit dat in de reglementen wel degelijk concrete richtlijnen staan is in de interviews dat de richtlijnen weliswaar bekend zijn, maar dat de taxateurs er niet op consequente en consistente wijze naar handelen. Ten aanzien van de verwerking van een (dreigend) faillissement in de berekening van de marktwaarde is gebleken dat de taxateurs eensgezind zijn over de wijze waarop dit moet gebeuren. Over de verwerking van de faillissementen van V&D en Hudson's Bay zijn slechts bijzonderheden vermeld in de interviews. Wel werd de timing van het daadwerkelijke faillissement benoemd als complicerende factor. Met betrekking tot de impact van de coronacrisis op de berekening van de marktwaarde verschillen de taxateurs van mening over de manier waarop de crisis in de waardering van winkelvastgoed verwerkt moet worden.

5 Empirisch onderzoek deel 2: Een uitwerking van de casestudie rond de faillissementen van V&D en Hudson's Bay

5.1 Inleiding

In aanvulling op de afgenomen interviews is een casestudie uitgevoerd. Onderwerp voor de casestudie zijn de faillissementen van V&D in 2015 en Hudson's Bay in 2018. Aangezien in veel gevallen beide partijen in dezelfde gebouwen zaten en er meerdere taxateurs bij betrokken zijn geweest, bestaat hier de mogelijkheid om objectief te analyseren hoe het taxatieproces er in beide situaties heeft uitgezien, op welke wijze de (risico's op) faillissementen zijn verwerkt in de berekening van de marktwaarde en wat hierover is opgenomen in de taxatierapporten. Voor deze casestudie worden de taxatiegegevens gebruikt van zes V&D locaties, waarvan vier locaties uiteindelijk zijn verhuurd aan Hudson's Bay. Om de zes verschillende locaties van elkaar te kunnen onderscheiden worden ze in dit onderzoek aangeduid met de letters A t/m F. Ook worden de verklaarde input variabelen zoals o.a. de huurinkomsten, markthuur en net initial yield niet in absolute getallen weergegeven, maar is uitsluitend de mutatie ten opzichte van de vorige periode weergegeven. De betrokken taxateurs worden niet bij naam genoemd, maar zijn te herkennen aan de aanduiding taxateur 1 t/m 3. In dit hoofdstuk worden de resultaten van de casestudie weergegeven.

5.2 Taxateurs

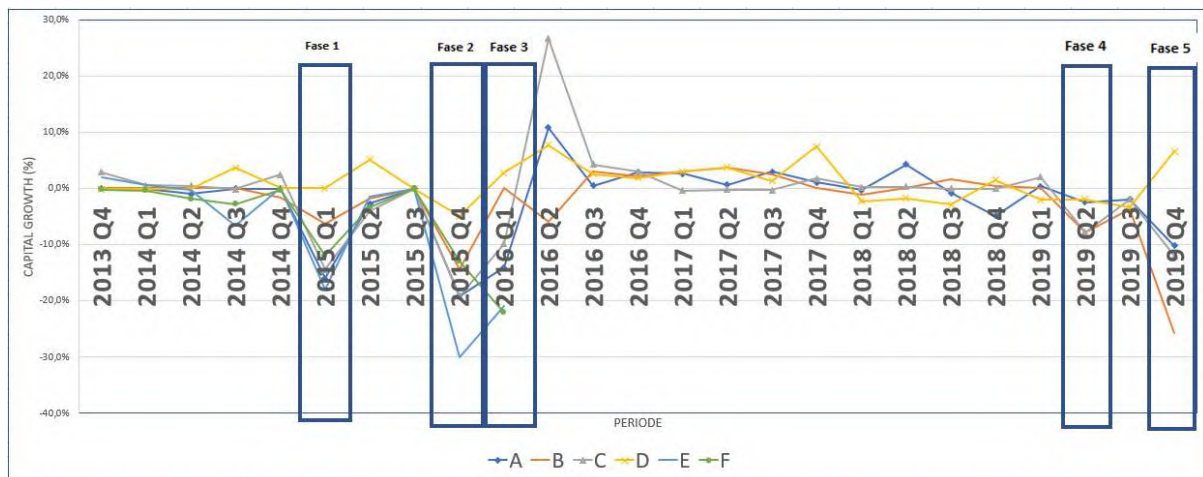
Bij de taxaties rond de faillissementen van V&D en Hudson's Bay zijn drie verschillende taxatiebureaus betrokken geweest. In tabel 1 is te zien welke taxateur welke taxatie heeft verricht.

Locatie	V&D					Hudson's Bay			
	Q4 14	Q1 15	Q3 15	Q4 15	Q1 16	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19
Locatie A	Tax1	Tax1	Tax2	Tax2	Tax2	Tax1	Tax1	Tax1	Tax1
Locatie B	Tax2	Tax2	Tax2	Tax2	Tax2	Tax3	Tax3	Tax3	Tax3
Locatie C	Tax1	Tax2	Tax2	Tax2	Tax2	Tax3	Tax3	Tax3	Tax3
Locatie D	Tax2	Tax2	Tax2	Tax2	Tax2	Tax1	Tax1	Tax1	Tax1
Locatie E	Tax1	Tax1	Tax2	Tax2	Tax2				
Locatie F	Tax2	Tax2	Tax2	Tax2	Tax2				

Tabel 1. Taxateurs per locatie per periode

5.3 De verschillende fases in het faillissementsproces van V&D en Hudson's Bay

Voor de onderzochte locaties van V&D en Hudson's Bay is over een langere periode de waardeontwikkeling in kaart gebracht (zie grafiek 3). Op basis van de waardeontwikkeling zijn vijf periodes gedefinieerd waarin een significante waardeontwikkeling heeft plaatsgevonden. In deze casestudie worden voor deze periodes de taxatieberekeningen van de V&D en Hudson's Bay locaties geanalyseerd. De gekozen periodes vertegenwoordigen de verschillende fases van een (dreigend) faillissement.



Grafiek 3. Waardeontwikkeling van de onderzochte V&D en Hudson's Bay locaties (A, B, C, D, E, F)

Hieronder worden de verschillende fases nader toegelicht.

Fase 1) V&D verzoekt verhuurders mee te werken aan een huurvrije periode en huurverlaging

19 januari 2015: V&D dient een verzoek in bij haar verhuurders om een tijdelijke huurkorting van vier maanden i.v.m. liquiditeitsproblemen. Voor de taxateurs is dit het eerste signaal dat de toekomst van de V&D in gevaar is. Hiermee ontstaat er ook onzekerheid over de toekomstige huurinkomsten van de verhuurder.

Fase 2) V&D vraagt om uitstel van betaling

22 december 2015: V&D vraagt surseance van betaling aan bij de rechter. Voor de taxateurs is dit een tweede signaal dat V&D in serieuze problemen verkeert. Hiermee ontstaat er nog meer onzekerheid over de toekomstige huurinkomsten van de verhuurder. Wel is er nog een mogelijkheid op een doorstart van V&D, waardoor de taxateur ook hier nog rekening mee dient te houden.

Fase 3) Het faillissement van V&D is een feit de taxaties van Q4 2015 worden herzien

31 december 2015: V&D wordt failliet verklaard door de rechtbank van Amsterdam. Voor de taxateurs is het nu duidelijk. De huidige huurovereenkomst zal worden beëindigd en op basis van verschillende scenario's wordt het 'highest and best use' van de gebouwen bepaald.

Fase 4) De geruchten dat Hudson's Bay vertrekt uit Nederland worden steeds hardnekkiger

Q2 2019: De geruchten dat Hudson's Bay zal vertrekken uit Nederland worden steeds hardnekkiger. Ondanks het feit dat er op dat moment nog geen sprake is van een surseance van betaling of een faillissement wordt het risico op een faillissement ieder kwartaal groter.

Fase 5) Hudson's Bay kondigt aan alle vestigingen in Nederland te sluiten

September 2019: Hudson's Bay kondigt aan dat alle vestigingen in Nederland per 31 december 2019 zullen sluiten. Ondanks het feit dat er nog geen faillissement van Hudson's Bay is uitgesproken, betekent dit wel dat het risico van een vertrek van Hudson's Bay reëel is en wordt er door de verhuurders en taxateurs opnieuw rekening gehouden met alternatieve scenario's. Uiteindelijk is Hudson's Bay Nederland op 31 december 2020 failliet verklaard.

Per fase worden in deze casestudie de feitelijke gegevens van de taxaties weergegeven, vervolgens volgt een analyse van de feitelijke gegevens, aangevuld met informatie uit de toelichting op de werkwijze uit het taxatierapport. Tenslotte wordt per fase gereflecteerd op de uitgevoerde taxaties.

5.4 V&D

5.4.1 Fase 1) V&D verzoekt verhuurders mee te werken aan een huurvrije periode en huurverlaging

In Q1 2015 komen de eerste signalen naar buiten dat V&D het moeilijk heeft. Aan het personeel wordt gevraagd mee te werken aan een loonsverlaging en de verhuurders wordt verzocht om mee te werken aan een huurvrije periode van 4 maanden en structurele huurverlaging. De verhuurders stemmen hier niet mee in. Ondanks dat er op dit moment nog geen sprake is van een surséance van betaling of een faillissement is het risico op een faillissement wel groter geworden.

5.4.2 Taxatieuitkomsten

In afbeelding 3a en 3b worden de taxatieuitkomsten van de 6 vestigingen van V&D weergegeven. Belangrijkste cijfermatige constatering is dat de waardeontwikkeling varieert van -17,9% tot +0,1%, waardeontwikkeling van de Nederlandse winkelmarkt vertegenwoordigd in de Vastgoedindex over dezelfde periode heeft -1,2% laten zien.

FASE 1					
TAXATEUR 1			TAXATEUR 2		
Locatie A			Locatie B		
	2014 Q4	2015 Q1		2014 Q4	2015 Q1
Rental Income	-	-	Rental Income	-	-
Market Rent	-	-9,23%	Market Rent	-	7,69%
Net Initial Yield	-	+50 basis pt.	Net Initial Yield	-	+60 basis pt.
Correcties	2.188	-3.225.006	Correcties	-13.688	-853.694
- leegstandsperiode	-	-	- leegstandsperiode	-	-
- incentives	-	-617.089	- incentives	-	-259.932
- over/onderhuur	2.188	756.569	- over/onderhuur	-13.688	-593.762
- capex	-	-3.364.486	- capex	-	-
Daling van de marktwaarde met 16,0%			Daling van de marktwaarde met 6,3%		
Locatie E			Locatie D		
	2014 Q4	2015 Q1		2014 Q4	2015 Q1
Rental Income	-	0,00%	Rental Income	-	0,00%
Market Rent	-	0,00%	Market Rent	-	26,53%
Net Initial Yield	-	+100 basis pt.	Net Initial Yield	-	+275 basis pt.
Correcties	154.239	-453.626	Correcties	-50.066	-493.981
- leegstandsperiode	-	-	- leegstandsperiode	-	-
- incentives	-	-529.492	- incentives	-	-256.082
- over/onderhuur	-222	-78.595	- over/onderhuur	-50.066	-237.899
- capex	154.461	154.461	- capex	-	-
Daling van de marktwaarde met 17,9%			Stijging van de marktwaarde met 0,1%		
Locatie F			Locatie F		
	2014 Q4	2015 Q1		2014 Q4	2015 Q1
Rental Income	-	0,34%	Rental Income	-	0,34%
Market Rent	-	-18,86%	Market Rent	-	-18,86%
Net Initial Yield	-	-35 basis pt.	Net Initial Yield	-	-35 basis pt.
Correcties	-43.164	555.520	Correcties	-43.164	555.520
- leegstandsperiode	-	-34.701	- leegstandsperiode	-	-34.701
- incentives	-8.333	-163.734	- incentives	-8.333	-163.734
- over/onderhuur	259.553	1.048.339	- over/onderhuur	259.553	1.048.339
- capex	-294.384	-294.384	- capex	-294.384	-294.384
Daling van de markt met 12,0%			Daling van de markt met 12,0%		

Afbeelding 3a. Analyse taxatiedata fase 1

FASE 1			
TAXATEUR 1		TAXATEUR 2	
Locatie C	2014 Q4		2015 Q1
Rental Income	-		0,40%
Market Rent	-		-20,81%
Net Initial Yield	-		+15 basis pt.
Correcties	1.417.298		6.303.787
- leegstandsperiode			
- incentives	-9.658		-384.237
- over/onderhuur	1.426.956		6.303.787
- capex	-		-
			Daling van de marktwaarde met 14,4%

Afbeelding 3b. Analyse taxatiedata fase 1, taxateurswissel

5.4.2.1 Analyse taxateur 1

Taxateur 1 heeft dit kwartaal de taxaties van locatie A en E uitgevoerd. Voor beide locaties heeft de taxateur de net initial yield verhoogd. Voor locatie A met 50 basispunten en voor locatie E met 100 basispunten. Hiermee heeft de taxateur het risico op een dreigend faillissement (en daarmee een onderbreking van de huurinkomsten) in de taxatie verhoogd. Daarnaast heeft de taxateur een significante correctie opgenomen voor incentives. Hiermee gaat de taxateur er vanuit dat de verhuurder medewerking zal verlenen aan het verzoek van V&D voor een huurvrije periode van vier maanden. Daarnaast heeft de taxateur voor locatie A ook nog de markthuur aangepast.

In de toelichting op de wijzingen in de taxatie van Q1 2015 van locatie A en E geeft taxateur 1 aan dat de uitkomst van de onderhandeling met V&D is meegenomen in de taxatie en dat daarnaast de markthuur is verlaagd en capex (investeringen) is opgenomen ter hoogte van € 3.600.000.

5.4.2.2 Analyse taxateur 2

Taxateur 2 heeft dit kwartaal de taxaties van locatie B,C,D en F uitgevoerd. Voor locatie C geldt dat er een taxateurswissel heeft plaatsgevonden, waardoor de vergelijking met vorig kwartaal grote schommelingen laat zien. Om die reden is deze locatie in de analyse niet meegenomen. Voor de overige drie locaties geldt dat de taxateur de net initial yield heeft aangepast. Voor locatie B met +60 basispunten, voor locatie D met +275 basispunten en voor locatie F met -35 basispunten. Hiermee heeft de taxateur het risico op een dreigend faillissement voor twee van de drie taxaties verhoogd. Daarnaast heeft de taxateur een significante correctie opgenomen voor incentives. Hiermee gaat de taxateur er vanuit dat de verhuurder medewerking zal verlenen aan het verzoek van V&D voor een huurvrije periode van vier maanden. De taxateur heeft ook kritisch gekeken naar de markthuur van de locaties. Dit heeft voor alle drie de locaties geresulteerd in een aangepaste markthuur.

In de toelichting op de wijzingen in de taxatie van Q1 2015 van locatie B,C,D en F geeft taxateur 2 aan dat de markhuurwaarde van V&D tot en met Q4 2014 werd bepaald op basis van referentiehuren van andere grote warenhuizen ter plaatse. Uitgangspunt in de waardering was dat V&D het object op dezelfde wijze zou blijven gebruiken (voortgezet en gelijkblijvend gebruik). Omdat sinds begin 2015 duidelijk werd dat de kans bestond dat het object zou worden herontwikkeld en gesplitst in meerdere units werd een analyse gemaakt van de huurwaarde van het object indien gesplitst. Dit heeft voor Locatie B en D geresulteerd in een hogere huurwaarde. Wetende dat een dergelijke herontwikkeling van het object gepaard zou gaan met aanzienlijke kosten (bouwkosten, leegstand, incentives, structurele leegstand etc.) is de net initial yield dusdanig aangepast dat het voor een potentiële koper een rendabele investering was, wetende dat de kans bestond dat het object herontwikkeld zou moeten worden.

5.4.2.3 Reflectie Fase 1 – V&D

In het kwartaal waarin V&D een verzoek indient bij de verhuurders voor een huurvrije periode en een structurele huurverlaging worden de zes locaties met daarin V&D als huurder getaxeerd door twee verschillende taxateurs. Locatie C had te maken met een taxateurswissel, waardoor de mutaties van dit gebouw in deze eerste fase niet direct te vergelijken zijn met de overige vijf gebouwen. In de analyse van deze eerste fase wordt Locatie C daarom buiten beschouwing gelaten. Voor de overige vijf gebouwen geldt dat beide taxateurs rekening hebben gehouden met het verhoogd risico op een dreigend faillissement van de huurder V&D. Beide taxateurs hebben dan ook de net initial yield verhoogd, incentives opgenomen en een correctie gemaakt voor de benodigde investeringen. Uit de toelichting op de mutaties die de taxateurs hebben afgegeven kan afgeleid worden dat de taxateur in Locatie B, C, D en F daadwerkelijk heeft gekeken naar de scenario's waarbij het gebouw wordt herontwikkeld en het gebruik wijzigt, terwijl de taxateur van Locatie A en E uitsluitend heeft gekeken naar de benodigde investeringen om het gebouw conform het huidige gebruik weer up-to-date te krijgen. Wat de analyse bemoeilijkt is dat de taxateur in Locatie D wel heeft gekeken naar de verschillende scenario's en de markthuur hierop heeft aangepast, maar dat de benodigde investering hiervoor niet als correctie in de taxatie is opgenomen maar in plaats daarvan in de net initial yield is verwerkt. Dit zorgt ervoor dat het voor de opdrachtgever moeilijk is de mutatie te onderbouwen. Het feit dat beide taxateurs een verschillend uitgangspunt hanteren maakt de vergelijking tussen de taxaties lastig en zorgt voor onzekerheid in de taxatie.

5.4.3 Fase 2) V&D vraagt om uitstel van betaling

Op 31 december 2015 is het faillissement van V&D uitgesproken. Aangezien de taxaties van Q4 2015 op dat moment al zijn opgesteld en aangeleverd aan de opdrachtgever), is dit faillissement niet volledig verwerkt in de taxaties van Q4 2015. Wat al wel is meegenomen in de taxaties is het feit dat op 22 december 2015 uitstel van betaling is verleend aan V&D. Het risico op een faillissement is hierdoor verder toegenomen ten opzichte van de eerdere kwartalen. In de uitgangspunten van de taxatierapporten heeft de taxateur toegelicht dat er rekening is gehouden met een doorstart van V&D en dat er nieuwe contracten worden gesloten.

5.4.4 Taxatieuitkomsten

In afbeelding 4 worden de taxatieuitkomsten van de 6 vestigingen van V&D weergegeven. Belangrijkste cijfermatige constatering is dat de waardeontwikkeling varieert van -5,0% tot -30,1%. waardeontwikkeling van de Nederlandse winkelmarkt vertegenwoordigd in de Vastgoedindex over dezelfde periode heeft +0,4% laten zien.

FASE 2			
TAXATEUR 2			
Locatie A	2015 Q3	2015 Q4	
Rental Income	-	0,00%	
Market Rent	-	0,00%	
Net Initial Yield	-	+192 basis pt.	
Correcties	-2.762.030	-1.028.792	
- leegstandsperiode	0	0	
- incentives	-	-655.170	
- over/onderhuur	37.970	-373.622	
- capex	-2.800.000	-	
Daling van de marktwaarde met 19,1%			
Locatie B	2015 Q3	2015 Q4	
Rental Income	-	0,00%	
Market Rent	-	0,00%	
Net Initial Yield	-	+165 basis pt.	
Correcties	39.883	-2.415.040	
- leegstandsperiode	-	-	
- incentives	-	-393.218	
- over/onderhuur	39.883	-2.021.822	
- capex	-	-	
Daling van de marktwaarde met 14,4%			
Locatie C	2015 Q3	2015 Q4	
Rental Income	-	1,29%	
Market Rent	-	-20,81%	
Net Initial Yield	-	+25 basis pt.	
Correcties	632.407	2.174.653	
- leegstandsperiode	-	-	
- incentives	-	-618.642	
- over/onderhuur	632.407	2.793.295	
- capex	-	-	
Daling van de marktwaarde met 19,1%			
Locatie D	2015 Q3	2015 Q4	
Rental Income	-	0,00%	
Market Rent	-	10,46%	
Net Initial Yield	-	+190 basis pt.	
Correcties	-60.166	-6.500.000	
- leegstandsperiode	-	-	
- incentives	-	-478.137	
- over/onderhuur	-60.166	-6.105.309	
- capex	-	-	
Daling van de marktwaarde met 5,0%			
Locatie E	2015 Q3	2015 Q4	
Rental Income	-	0,00%	
Market Rent	-	-17,88%	
Net Initial Yield	-	-5 basis pt.	
Correcties	1.300.173	678.421	
- leegstandsperiode	-	-	
- incentives	-	195.771	
- over/onderhuur	1.300.173	482.650	
- capex	-	-	
Daling van de marktwaarde met 30,1%			
Locatie F	2015 Q3	2015 Q4	
Rental Income	-	0,18%	
Market Rent	-	0,00%	
Net Initial Yield	-	+40 basis pt.	
Correcties	28.261	341.718	
- leegstandsperiode	-124.274	-123.550	
- incentives	-24.265	-220.510	
- over/onderhuur	176.800	685.778	
- capex	-	-	
Daling van de marktwaarde met 13,0%			

Afbeelding 4. Analyse taxatiedata fase 2

5.4.4.1 Analyse taxateur 2

Taxateur 2 heeft dit kwartaal de taxaties van alle zes de locaties uitgevoerd.

Voor locaties A, B, D geldt dat de taxateur de net initial yield significant heeft aangepast. Voor locatie A met +192 basispunten, voor locatie B met +165 basispunten en voor locatie D met +190 basispunten. Hiermee heeft de taxateur het risico op een dreigend faillissement voor twee van de drie taxaties verhoogd. Ook zijn de benodigde capex (investeringen) impliciet verwerkt in de aanpassing van de net initial yield. Daarnaast heeft de taxateur voor deze locaties een correctie opgenomen voor incentives ter hoogte van vier maanden huur.

Voor locatie C en E valt op dat de net initial yield slechts minimaal is aangepast. Voor locatie C met +25 basispunten en voor locatie E met -5 basispunten. Hiermee heeft de taxateur het risico in de taxatie verhoogd. Daarnaast heeft de taxateur voor deze locaties een correctie opgenomen voor incentives ter hoogte van vier maanden huur. Daarnaast heeft de taxateur de markthuurl van deze locaties verlaagd met circa 21% voor locatie C en 18% voor locatie E. Dit is de grootste oorzaak voor de daling van de marktwaarde van deze twee locaties.

Voor locatie F heeft de taxateur de net initial yield aangepast met +40 basispunten en is er een correctie opgenomen voor incentives ter hoogte van vier maanden huur en leegstand van 2 maanden.

5.4.4.2 Toelichting taxateur 2

Voor de taxaties van locaties A t/m D heeft taxateur 2 dit keer een uitgebreide toelichting gegeven in een apart memo gericht aan de opdrachtgever. De strekking van deze toelichting is als volgt.

Na een overleg met de curator heeft de opdrachtgever aangegeven dat een doorstart voor een aantal van de 63 V&D warenhuizen een reëel scenario is. Hiermee rekening houdend was bovenstaande gebeurtenis voor taxateur 2 aanleiding om per 31-12-2015 de waardering te bepalen op basis van een doorstart scenario. Dit is als bijzonder uitgangspunt opgenomen in de taxatie. In de waarderingen worden de tussen de eigenaar en huurder per 1 februari 2016 nieuw overeengekomen huurcondities gehanteerd. Als huurwaarde wordt de huur van het object na herontwikkeling/verkaveling gehanteerd. Voor het bepalen van de net initial yield is onder andere gekeken naar het al dan niet aanwezige huurrisico (verschil huur en huurwaarde). In de waarderingen wordt er rekening mee gehouden dat de eigenaar vanwege het faillissement vier maanden geen huur ontvangt.

Voor de taxaties van locaties E en F is geen specifieke toelichting gegeven.

5.4.4.3 Reflectie fase 2 – V&D

In het kwartaal waarin V&D surseance van betaling aanvraagt, zijn alle zes de locaties getaxeerd door één taxateur. Hiervoor is bewust gekozen door de opdrachtgever om te waarborgen dat er voor alle zes de locaties duidelijke en consistente uitgangspunten in de taxatie worden opgenomen. In de berekening van vier van de zes taxaties is er vanuit gegaan dat V&D een doorstart maakt. De nieuwe overeengekomen huurprijs is meegenomen en er is rekening gehouden met een leegstandsperiode van 4 maanden. De markthuur in de taxatie is gebaseerd op de situatie na herverkaveling. De benodigde investering om de markthuur na verkaveling te realiseren is niet apart inzichtelijk gemaakt in de taxatie, maar zit impliciet verwerkt in de net initial yield. De net initial yield is dus niet alleen verhoogd in verband met het toegenomen risico op een dreigend faillissement, maar ook omdat er in de taxatie wordt uitgegaan van een hogere markthuur. Hierdoor is het lastig om te bepalen welke deel van aanpassing van de net initial yield wordt veroorzaakt door het verhoogde risico en welk deel door het aanpassen van het uitgangspunt voor de markthuur. Dit zorgt ervoor dat het voor de opdrachtgever moeilijk is de mutatie te onderbouwen en zorgt voor onzekerheid in de taxatie.

5.4.5 Fase 3) het faillissement van V&D is een feit, de taxaties van Q4 2015 worden herzien

Op 31 december 2015 is het faillissement van V&D een feit. Aangezien de taxaties van Q4 2015 op dat moment al zijn opgesteld en aangeleverd is het effect van het faillissement in deze taxaties nog niet verwerkt. In de taxaties van Q1 2016 wordt nu voor het eerst rekening gehouden met het feitelijke faillissement van V&D. Dit betekent dat de huurovereenkomst is beëindigd en dat er opnieuw wordt gekeken naar de beste invulling van de gebouwen ('highest and best use').

5.4.6 Taxatieuitkomsten

In afbeelding 5 worden de taxatieuitkomsten van de 6 vestigingen van V&D weergegeven. Belangrijkste cijfermatige constatering is dat de waardeontwikkeling varieert van -22,0% tot +2,8%. waardeontwikkeling van de Nederlandse winkelmarkt vertegenwoordigd in de Vastgoedindex over dezelfde periode heeft -0,3% laten zien.

FASE 3					
TAXATEUR 2					
Locatie A			2015 Q4	2016 Q1	
Rental Income		-		-98,57%	
Market Rent		-		-5,27%	
Net Initial Yield		-		-178 basis pt.	
Correcties		-1.028.792		-11.092.458	
- leegstandperiode		-		-3.415.782	
- incentives		-655.170		-1.234.298	
- over/onderhuur		-373.622		37.970	
- capex		-		-6.480.348	
Daling van de marktwaarde met 14,0%					
Locatie B			2015 Q4	2016 Q1	
Rental Income		-		-100,00%	
Market Rent		-		2,96%	
Net Initial Yield		-		-135 basis pt.	
Correcties		-2.415.040		-7.750.507	
- leegstandperiode		-		-2.556.787	
- incentives		-393.218		-1.079.020	
- over/onderhuur		-2.021.822		-	
- capex		-		-4.114.700	
Stijging van de marktwaarde met 0,1%					
Locatie C			2015 Q4	2016 Q1	
Rental Income		-		-69,07%	
Market Rent		-		1,11%	
Net Initial Yield		-		-83 basis pt.	
Correcties		2.174.653		-5.421.887	
- leegstandperiode		-		-1.122.427	
- incentives		-618.642		-784.568	
- over/onderhuur		2.793.295		510.085	
- capex		-		-4.024.977	
Daling van de marktwaarde met 9,8%					
Locatie D			2015 Q4	2016 Q1	
Rental Income		-		-100,00%	
Market Rent		-		-28,80%	
Net Initial Yield		-		-250 basis pt.	
Correcties		-6.583.446		-7.706.721	
- leegstandperiode		-		-2.587.155	
- incentives		-478.137		-1.386.066	
- over/onderhuur		-6.105.309		-	
- capex		-		-3.733.500	
Stijging van de marktwaarde met 2,8%					
Locatie E			2015 Q4	2016 Q1	
Rental Income		-		-100,00%	
Market Rent		-		15,24%	
Net Initial Yield		-		-270 basis pt.	
Correcties		678.421		-4.101.247	
- leegstandperiode		-		-1.226.668	
- incentives		195.771		-460.359	
- over/onderhuur		482.650		-	
- capex		-		-2.414.220	
Daling van de marktwaarde met 20,9%					
Locatie F			2015 Q4	2016 Q1	
Rental Income		-		-47,91%	
Market Rent		-		1,44%	
Net Initial Yield		-		-70 basis pt.	
Correcties		341.718		-4.769.461	
- leegstandperiode		-123.550		-1.249.058	
- incentives		-220.510		-414.008	
- over/onderhuur		685.778		162.156	
- capex		-		-3.268.551	
Daling van de marktwaarde met 22,0%					

Afbeelding 5. Analyse taxatiedata fase 3

5.4.6.1 Analyse taxateur 2

Taxateur 2 heeft dit kwartaal wederom de taxaties van alle zes de locaties uitgevoerd. Voor alle zes de locaties geldt dat het opvallend is dat de taxateur de eerder gehanteerde aanpak in de berekening heeft gewijzigd. In plaats van de risico's impliciet in de net initial yield te verwerken, zijn alle correcties zichtbaar in de berekening opgenomen. Dit heeft geleid tot de volgende aanpassingen in de berekeningen.

De net initial yield is voor alle zes de locaties naar beneden bijgesteld. Voor locatie A is de aanpassing -178 basispunten, voor locatie B -135 basispunten, voor locatie C -85 basispunten, voor locatie D -250 basispunten, voor locatie E -270 basispunten en voor locatie F -70 basispunten. Daarnaast heeft de taxateur dit kwartaal correcties opgenomen voor een leegstandperiode wisselend van 6 maanden tot 2 jaar en een correctie voor incentives wisselend van 4 maanden tot 1 jaar. De grootste correcties die zijn opgenomen hebben te maken met de benodigde investeringen ("capex") om de locaties gereed te maken voor de verhuur conform het 'highest and best use'. Deze investeringen variëren tussen de €3,3 mln voor locatie E tot en met € 6,5 mln voor locatie A.

5.4.6.2 Toelichting taxateur 2

De toelichting van de taxateur op de wijzigingen in de taxatie van Q1 2016 is dat in verband met het definitieve faillissement van V&D er een langere leegstandperiode en een correctiepost voor verbouwing zijn opgenomen.

5.4.6.3 Reflectie fase 3 – V&D

In het eerste kwartaal nadat V&D failliet is verklaard zijn alle zes de locaties met daarin een V&D als huurder getaxeerd door één taxateur. In de berekening van de taxatie zit geen onzekerheid van een dreigend faillissement meer. In plaats daarvan wordt er nu naar een compleet nieuw scenario gekeken en wordt er getaxeerd op basis van het 'highest and best use' scenario. Dit betekent in veel gevallen dat de gebouwen worden verkaveld en deels herontwikkeld voor andere functies. In de berekening van de taxatie is nu zichtbaar een correctie opgenomen voor de leegstandsperiode en incentives. Verder is de markthuur aangepast op basis van het nieuwe scenario en is er rekening gehouden met de benodigde investering ("capex") passend bij het 'highest and best use' scenario. Omdat alle correcties nu volledig inzichtelijk zijn gemaakt en opgenomen als correcties in de taxaties, is de net initial yield naar beneden bijgesteld. Het risico van de gebouwen komt tot uiting in de correcties en daarom kan er worden gerekend met een marktconforme net initial yield.

5.5 Hudson's Bay

Slechts enkele maanden nadat V&D failliet is gegaan komt er al een nieuwe kandidaat huurder in beeld die voor een groot deel van de voormalige V&D gebouwen de oplossing lijkt. Het is de warenhuis keten Hudson's Bay uit Canada. Hudson's Bay gaat in gesprek met de verhuurders en sluit nieuwe langjarige contracten af. Hierdoor lijkt de toekomst van de warenhuizen in Nederland vooralsnog gewaarborgd. Twee belangrijke onderdelen van deze contracten zijn de forse investering die er door de verhuurders moet worden gedaan om de gebouwen up-to-date te krijgen en de hoge huur die in ruil hiervoor wordt betaald door Hudson's Bay. Ter nakoming van de overeengekomen huurverplichting, wordt er door Hudson's Bay een concerngarantie verstrekt door het beursgenoteerde 'moeder' bedrijf in Canada. Ondanks dat de expansie plannen van Hudson's Bay in Nederland op zijn minst ambitieus te noemen zijn, gaat een groot deel van de verhuurders toch met ze in zee. Dit komt mogelijk deels doordat het alternatief eveneens zeer onzeker was en in veel gevallen hoge investeringen met zich mee zou brengen omdat de alternatieve scenario's vaak uitgingen van transformatie naar een andere functie of verkaveling naar kleinere winkels.

Nog geen twee jaar na de eerste opening van een Hudson's Bay winkel in Nederland wordt er al veel gespeculeerd over een mogelijk faillissement of vertrek van Hudson's Bay uit Nederland. Met name in Q2 en Q3 van het jaar 2019 worden deze geruchten steeds hardnekkiger. Uiteindelijk wordt in september 2019 bekend gemaakt dat Hudson's Bay op 31 december 2019 de winkels in Nederland voorgoed sluit. Dit betekent dat de geschiedenis zich herhaalt en hierdoor ontstaat de mogelijkheid om de verschillende fases van een faillissement voor twee verschillende huurders, maar in het zelfde gebouw, te onderzoeken. Net als bij V&D worden de verschillende fases benoemd in de tijd en wordt in kaart gebracht hoe de ontwikkelingen/risico's zijn verwerkt in de berekening van de taxaties.

5.5.1 Fase 4) de geruchten dat Hudson's Bay vertrekt uit Nederland worden steeds hardnekkiger

Al vanaf het moment dat Hudson's Bay naar Nederland komt, zijn er twijfels aan het bestaansrecht van een dergelijk warenhuis in Nederland. De geruchten dat Hudson's Bay zal vertrekken worden in 2019 steeds hardnekkiger en in Q2 2019 zijn deze geruchten dermate serieus dat taxateurs er niet meer omheen kunnen. Ondanks het feit dat er op dat moment nog geen sprake is van een surseance van betaling of een faillissement is het risico op een faillissement wel ieder kwartaal groter geworden.

5.5.2 Taxatieuitkomsten

In afbeelding 6 worden de taxatieuitkomsten van de 6 vestigingen van V&D weergegeven. Belangrijkste cijfermatige constatering is dat de waardeontwikkeling varieert van -2.0% tot -7,8%. waardeontwikkeling van de Nederlandse winkelmarkt vertegenwoordigd in de Vastgoedindex over dezelfde periode heeft -0,4% laten zien.

FASE 4					
TAXATEUR 1			TAXATEUR 3		
Locatie A		2019 Q1	2019 Q2	Locatie B	
Rental Income	-	-	0,00%	Rental Income	-
Market Rent	-	-	0,00%	Market Rent	-
Net Initial Yield	-	-	+11 basis pt.	Net Initial Yield	-
Correcties	528.536	-	1.548.827	Correcties	871.823
- leegstandsperiode	-	-	-	- leegstandsperiode	-
- incentives	-	-	-	- incentives	-
- over/onderhuur	8.134.766	-	8.088.402	- over/onderhuur	871.823
- capex	-7.606.230	-	-6.539.575	- capex	-
Daling van de markt met 2,5%				Daling van de markt met 7,8%	
Locatie D		2019 Q1	2019 Q2	Locatie C	
Rental Income	-	-	0,00%	Rental Income	-
Market Rent	-	-	0,00%	Market Rent	-
Net Initial Yield	-	-	+10 basis pt.	Net Initial Yield	-
Correcties	2.034.179	-	2.017.613	Correcties	7.815.586
- leegstandsperiode	-	-	-	- leegstandsperiode	-
- incentives	-227.020	-	-227.020	- incentives	-
- over/onderhuur	2.261.199	-	2.244.633	- over/onderhuur	7.815.586
- capex	-	-	-	- capex	-
Daling van de markt met 2,0%				Daling van de markt met 7,8%	

Afbeelding 6. Analyse taxatiedata fase 4

5.5.2.1 Analyse taxateur 1

Taxateur 1 heeft dit kwartaal de taxaties van locatie A en D uitgevoerd. Voor beide locaties heeft de taxateur de net initial yield minimaal aangepast. Voor locatie A met +11 basispunten en voor locatie D met +10 basispunten. Verder zijn er geen noemenswaardige aanpassingen gedaan. Gezien de geringe aanpassing in de taxatie heeft taxateur 1 dit kwartaal geen uitgebreide toelichting gegeven.

5.5.2.2 Analyse taxateur 3

Taxateur 3 heeft dit kwartaal de taxaties van locatie B en C uitgevoerd. Voor beide locaties heeft de taxateur de net initial yield aangepast. Voor locatie B met +43 basispunten en voor locatie C met +46 basispunten. Verder zijn er geen noemenswaardige aanpassingen gedaan.

De toelichting van de taxateur op de wijzigingen in de taxatie van Q2 2019 voor locatie B en C is dat de waarde is gedaald als gevolg van een verhoging van de net initial yield door een hoger ingeschat risico omtrent de toekomst van Hudson's Bay.

5.5.2.3 Reflectie fase 4 – Hudson's Bay

In het kwartaal dat de geruchten van een vertrek van Hudson's Bay uit Nederland steeds hardnekkiger werden, zijn de taxaties van de vier gebouwen uitgevoerd door twee verschillende taxateurs. De taxateur van Locatie B en C (taxateur 3) meent dat er voldoende onderbouwing is om het risico in de taxatie te verhogen door de initial yield aan te passen, terwijl de taxateur van de panden Locatie A en D nog geen aanleiding ziet om het risico in de taxatie te verhogen en de uitgangspunten (waaronder de initial yield) grotendeels ongewijzigd houdt. Dit zorgt ervoor dat er geen consistent beeld is te zien in de waardering van de vier gebouwen.

5.5.3 Fase 5 – Hudson's Bay kondigt aan alle vestigingen in Nederland te sluiten

In september 2019 kondigt Hudson's Bay aan dat alle vestigingen in Nederland per 31 december 2019 zullen sluiten. Ondanks het feit dat er nog geen faillissement van Hudson's Bay is uitgesproken, betekent dit wel dat het risico van een vertrek van Hudson's Bay reëel is en wordt er door de verhuurders en taxateurs opnieuw rekening gehouden met alternatieve scenario's.

5.5.4 Taxatieuitkomsten

In afbeelding 7 worden de taxatieuitkomsten van de 6 vestigingen van V&D weergegeven. Belangrijkste cijfermatige constatering is dat de waardeontwikkeling varieert van -25.7% tot +6.6%. waardeontwikkeling van de Nederlandse winkelmarkt vertegenwoordigd in de Vastgoedindex over dezelfde periode heeft -0.6% laten zien.

FASE 5			
TAXATEUR 1		TAXATEUR 3	
Locatie A	2019 Q3	2019 Q4	
Rental Income	-	-0,05%	
Market Rent	-	0,00%	
Net Initial Yield	-	+106 basis pt.	
Correcties	5.248.295	-5.607.996	
- leegstandsperiode	-	-5.148.915	
- incentives	-	-	
- over/onderhuur	5.793.738	85.116	
- capex	-545.443	-544.197	
Daling van de markt met 10,1%			
Locatie D	2019 Q3	2019 Q4	
Rental Income	-	0,17%	
Market Rent	-	0,00%	
Net Initial Yield	-	-2 basis pt.	
Correcties	2.583.549	-4.271.374	
- leegstandsperiode	-	-4.084.541	
- incentives	-231.789	-232.177	
- over/onderhuur	2.815.338	45.344	
- capex	-	-	
Stijging van de marktwaarde met 6,6%			
Locatie B	2019 Q3	2019 Q4	
Rental Income	-	-100,00%	
Market Rent	-	-13,42%	
Net Initial Yield	-	-4 basis pt.	
Correcties	871.823	-9.173.500	
- leegstandsperiode	-	-1.679.000	
- incentives	-	-365.000	
- over/onderhuur	871.823	-	
- capex	-	-7.129.500	
Daling van de markt met 25,7%			
Locatie C	2019 Q3	2019 Q4	
Rental Income	-	-71,98%	
Market Rent	-	26,53%	
Net Initial Yield	-	+10 basis pt.	
Correcties	8.320.251	-17.646.583	
- leegstandsperiode	-	-2.612.831	
- incentives	-	-193.919	
- over/onderhuur	8.320.251	930.767	
- capex	-	-15.770.600	
Daling van de markt met 12,0%			

Afbeelding 7. Analyse taxatiedata fase 5

5.5.4.1 Analyse taxateur 1

Taxateur 1 heeft dit kwartaal wederom de taxaties van locatie A en D uitgevoerd. Voor beide locaties heeft de taxateur de net initial yield aangepast. Voor locatie A met +106 basispunten en voor locatie D met -2 basispunten. Verder heeft de taxateur een significante leegstandsperiode opgenomen voor beide locaties van 1,5 jaar.

Voor de locaties A en D is de toelichting van de taxateur dat de aanpassingen zijn gedaan vanwege het feit dat Hudson's Bay de huurovereenkomsten heeft opgezegd.

5.5.4.2 Analyse taxateur 3

Voor de locaties B en C is te zien dat de taxateur 3 dit kwartaal al geen rekening meer houdt met de huurinkomsten van Hudson's Bay. Er is in de taxatie uitgegaan van een alternatief scenario waarbij het 'highest and best use' is bepaald. De taxateur heeft de net initial yield nauwelijks gewijzigd, maar heeft in plaats daarvan correcties opgenomen voor de leegstandsperiode, incentives en een correctie voor de investering ("capex") die er moet worden gedaan om tot het 'highest and best use' scenario te komen. Deze investeringen fluctueren van € 7,1 mln voor locatie B tot € 15,8 mln voor locatie C.

In de toelichting van de taxaties voor locaties B en C geeft de taxateur aan dat de waarde is gewijzigd door het faillissement van Hudson's Bay.

5.5.4.3 Reflectie fase 5 – Hudson's Bay

In het kwartaal dat Hudson's Bay aankondigt alle vestigingen te sluiten en uit Nederland te vertrekken, zijn de taxaties van de vier gebouwen uitgevoerd door twee verschillende taxateurs. De taxateur in

Locaties B en C (taxateur 3) gaat uit van een alternatief scenario en maakt alle correcties inzichtelijk inclusief de benodigde investeringen om het highest and beste use scenario te bereiken. De taxateur in Locaties A en D (taxateur 1) kiest ervoor om nog steeds uit te gaan van het huidige scenario, maar neemt al wel een correctie op voor een toekomstige leegstandsperiode en incentives bij nieuwe verhuur. De verschillende manieren waarop de taxateurs te werk zijn gegaan zorgen ervoor dat het voor de opdrachtgever lastig is om een goede vergelijking tussen de taxaties te maken

5.6 Conclusie

Naar aanleiding van de casestudie worden vanuit twee invalshoeken conclusies getrokken. In de eerste plaats wordt per fase bekeken of de impact van het faillissement van V&D en Hudson's Bay voor de verschillende locaties consequent en consistent is verwerkt in de berekening van de marktwaarde. Per fase kan worden geconstateerd dat er verschillende methodes zijn gebruikt om het risico van het (dreigende) faillissement te verwerken in de berekening van de marktwaarde. Taxateurs kiezen er of voor het risico te verwerken in het rendement of om het risico te verwerken in de kasstroom. Beide methodes worden naar eigen inzicht van de taxateur toegepast.

In de tweede plaats is gekeken of de impact consequent en consistent is verwerkt in vergelijkbare fases in het faillissementsproces, waarbij steeds een vergelijking is gemaakt tussen de V&D en Hudson's Bay. Bij vergelijking van de fases 1 en 4 valt op dat in fase 1 de correcties met name worden verwerkt in de net initial yield. In fase 4 is dat ook het geval, maar een van de taxateurs ziet in dit stadium nog geen aanleiding de net initial yield aan te passen, maar doet dit een kwartaal later. Bij de vergelijking van fase 3 en 5 valt op dat twee van de drie taxateurs in de berekening zijn uitgegaan van het highest and best use scenario, terwijl één taxateur vast houdt aan de huidige situatie en voornamelijk een lange leegstandsperiode incalculeert.

Het bovenstaande toont aan dat zowel op het gebied van het gebruik van verschillende methodes als op het gebied van timing verschillen te constateren zijn in situaties waarin verwacht mag worden dat het taxatieproces vergelijkbaar is.

6 Conclusie

In dit onderzoek is geprobeerd antwoord te vinden op de volgende hoofdvraag: Op welke manier wordt het risico op een (dreigend) faillissement in de winkelmarkt verwerkt in de waardering van het bij het faillissement betrokken winkelvastgoed en in hoeverre worden faillissementen in de winkelmarkt consequent (volgens een vast plan op dezelfde manier) en consistent (op een logische manier) verwerkt in de waardering van het bij het faillissement betrokken winkelvastgoed? Om de hoofdvraag te kunnen beantwoorden zijn zes deelvragen geformuleerd. Hieronder worden eerst de deelvragen afzonderlijk beantwoord. Vervolgens wordt op basis van de antwoorden op de deelvragen, de hoofdvraag beantwoord.

Voor het beantwoorden van de vraag of de huidige reglementen en richtlijnen waar de taxateurs mee te maken hebben, voldoende concrete handvatten geven om de berekening van de marktwaarde uit te voeren in het geval van een (dreigend) faillissement is theoretisch onderzoek gedaan naar de geldende richtlijnen en reglementen, naar het taxatieproces en naar de faillissementswet. Geconcludeerd kan worden dat het merendeel van de reglementen en richtlijnen waar de taxateurs zich aan moeten houden, zoals o.a. het NRVT en de RICS, als voornaamste doel hebben de onafhankelijkheid, integriteit en kwaliteit van de taxateurs en het taxatieproces te borgen. Door de verschillende instanties wordt slechts op hoofdlijnen advies gegeven over de te hanteren rekenmethodiek. Dit heeft tot gevolg dat de taxateur nog steeds veel vrijheid heeft om zelf invulling te geven aan de berekening van de marktwaarde, ook in taxatieprocessen waarin een (dreigend) faillissement een factor is. Echter wie specifiek kijkt, ziet dat er wel degelijk concrete informatie te vinden is over de verwerking van de financiële positie van de huurder in het algemeen en van een dreigend faillissement in het bijzonder. Een voorbeeld daarvan is dat het delen van informatie over huurachterstand als noodzakelijke informatie wordt omschreven in de bijlage van het Reglement Bedrijfsmatig Vastgoed van het NRVT.

In de tweede deelvraag is antwoord gegeven op de vraag of een (dreigend) faillissement in het taxatieproces een belangrijke input variabele is voor de waardering van het bij het faillissement betrokken winkelvastgoed. In de interviews en in de casestudie is onderzoek gedaan naar deze vraag. Uit de interviews valt af te leiden dat de taxateurs de financiële positie van een huurder niet allemaal even relevant vinden. Ook geven zij aan dat er niet altijd gegevens worden verzameld over de financiële positie van de huurder, terwijl dit in de richtlijnen wel als 'noodzakelijke informatie' wordt gezien. Hiervoor is echter de medewerking van de opdrachtgever onontbeerlijk. In de praktijk blijkt die medewerking er niet altijd te zijn. In artikel 19.2 van het Reglement Bedrijfsmatig Vastgoed wordt het vermelden van huurachterstanden specifiek benoemd (NRVT, Reglement bedrijfsmatig vastgoed, 2017). Hier heeft geen van de taxateurs aan gerefereerd. Ten aanzien van de verschillende manieren waarop het risico op een (dreigend) faillissement verwerkt kan worden in de berekening van de taxatie, is er wel overeenstemming. Alle taxateurs benoemen dezelfde mogelijkheden om dit risico in de berekening te verwerken. Echter de grote variëteit aan mogelijkheden zorgt er alsnog voor dat het voor de opdrachtgever niet altijd eenvoudig te achterhalen is hoe dit risico is verwerkt. Uit de casestudie naar de impact van een (dreigend) faillissement op de marktwaarde bij het faillissement van respectievelijk V&D en Hudson's Bay, is gebleken dat de impact van een (dreigend) faillissement op de waardeontwikkeling van een individueel pand significant kan zijn. De grootste waardedaling die is geconstateerd als gevolg van een faillissement is -30% en de grootste waardestijging is +7%. Geconcludeerd kan worden dat een (dreigend) faillissement wel degelijk als belangrijke input variabele wordt gezien. Echter doordat er geen uniforme werkwijze is, leidt dit er niet toe dat een (dreigend) faillissement consequent en consistent wordt verwerkt in het taxatieproces.

In het licht van de recente ontwikkelingen rond het COVID-19 virus is in de interviews ook gesproken over de vraag of de ontwikkelingen rondom de coronacrisis leiden tot een andere waardering van faillissementen en huurachterstanden in het taxatieproces (deelvraag 3). Uit de afgenomen interviews blijkt dat de ontwikkelingen rondom de coronacrisis niet leiden tot een andere waardering van faillissementen en huurachterstanden. Wel is het opvallend dat ook in dit geval de taxateurs niet eenduidig zijn in de wijze waarop dit verwerkt moet worden in de berekening van de marktwaarde.

Aan de hand van de casestudie is deelvraag 4 met betrekking tot het consequent en consistent verwerken van de faillissementen van respectievelijk V&D en Hudson's Bay beantwoord. In de casestudie is vastgesteld dat er verschillende manieren zijn toegepast om het risico op het (dreigende) faillissement van V&D en Hudson's Bay te verwerken. Ook is vastgesteld dat er niet altijd op hetzelfde moment aanpassingen zijn gedaan in de berekening en is duidelijk te zien dat de omvang van de aanpassingen verschilt. Geconcludeerd kan worden dat er zowel in werkwijze als in het momentum verschillen te zien zijn, die tot gevolg hebben dat de verwerking van de faillissementen noch consequent, noch consistent is gebeurd.

Wanneer de antwoorden op vragen naar de verwerking van de faillissementen van V&D en Hudson's Bay worden samengevoegd kan als antwoord op deelvraag 5 de vergelijkbaarheid van de verwerking van de faillissementen van V&D en Hudson's Bay, vastgesteld worden dat de faillissementen niet op consequente en consistente wijze zijn verwerkt in de berekening van de taxaties. Er is vastgesteld dat er in vergelijkbare fases op verschillende momenten een aanpassing wordt gedaan in de berekening van de marktwaarde en ook dat er verschillende methoden gebruikt zijn om risico's in de berekening van de marktwaarde te verwerken.

In de casestudie is ook antwoord gegeven op deelvraag 6 of het principe van smoothing en lagging van toepassing is op de verwerking van faillissementen in de waardering van winkelvegoed. In de casestudie is gesignaleerd dat de taxateurs op verschillende momenten een correctie doorvoeren in de berekening van de taxatie voor het risico van een (dreigend) faillissement. Dit kan mogelijk verklaard worden door het smoothing en lagging principe. Dit lijkt bij de faillissementen van V&D en Hudson's Bay beide te zijn voorgekomen.

Op basis van de beantwoording van de deelvragen en naar aanleiding van het uitgevoerde onderzoek kan de hoofdvraag als volgt worden beantwoord. Zoals uit de literatuurstudie is gebleken hebben taxateurs een zekere mate van vrijheid in het kiezen van de rekenmethode voor de waardebeoordeling. Ook blijkt daaruit dat concrete richtlijnen voor het verwerken van specifieke risico's (zoals het risico op een (dreigend) faillissement) ontbreken. Desondanks is uit de interviews met de taxateurs gebleken dat de regelgeving wel bekend is en dat er in de praktijk wel overeenstemming is over de manieren waarop risico's verwerkt kunnen worden. Echter uit de casestudie komt naar voren dat de grote variëteit aan mogelijkheden ertoe leidt dat verschillende methodes op verschillende momenten worden ingezet waardoor er geen sprake is van een consistente en consequente werkwijze, met alle risico's van dien voor de opdrachtgever en overige belanghebbenden.

7 Aanbevelingen

Op grond van de conclusies in het vorige hoofdstuk kan een aantal aanbevelingen geformuleerd worden om te komen tot een meer consequente en consistente verwerking van een (dreigend) faillissement in een taxatie.

Het is aan te bevelen om zoals in feite in de richtlijnen van het NRVV voor het taxatieproces helder is vastgelegd, als opdrachtgever specifiek informatie over het betalingsgedrag van een huurder met een taxateur te delen. Het betalingsgedrag van een huurder kan een indicatie zijn dat een huurder in financiële problemen verkeert. Op basis van deze informatie kan de taxateur beter inschatten of een uitgebreid onderzoek naar de financiële positie van de huurder noodzakelijk is. Hierdoor kan de taxateur het risico op een faillissement en daarmee een onderbreking in de huurstream beter inschatten en tijdig verwerken in de berekening van de marktwaarde.

Het is aan te bevelen om in het geval er onzekerheid ontstaat over de financiële positie van een huurder en daarmee ook onzekerheid over de toekomstbestendigheid van een huurder de taxaties door één taxatiebureau te laten uitvoeren. Hiermee wordt voorkomen dat de taxaties worden gebaseerd op verschillende uitgangspunten. Een andere mogelijkheid is om voor het deel van de portefeuille waar het meeste risico in zit, twee onafhankelijke taxateurs in te zetten die gezamenlijk tot een marktwaarde moeten komen.

Het is aan te bevelen om in de berekening van de taxatie een duidelijke omschrijving op te nemen van het 'highest and best use' scenario, zodat de opdrachtgever duidelijk kan zien voor welk scenario er door de taxateur is gekozen. Dit is voornamelijk van belang op het moment dat de taxateur er voor kiest om het risico op een (dreigend) faillissement te verwerken door middel van een aanpassing van het rendement.

Omdat je als verhuurder van winkelruimte conform artikel 7:290 van het Burgerlijk Wetboek beperkt bent in de mogelijkheden om de huurovereenkomst te beëindigen en de huurder dien ten gevolge een zekere mate van huurbescherming geniet, is het aan te bevelen om voor de taxaties van winkelvastgoed gebruik te maken van de draagkrachthuurmethode.

Ten slotte is het aan te bevelen om in de richtlijnen voor de taxateurs de richtlijnen over de manier waarop de taxateur een specifiek risico dient te verwerken in de berekening van de marktwaarde een prominentere plaats te geven en concreter te verwoorden.

8 Literatuur

Bibliografie

- a.s.r. real estate. (2019). *Taxatiebeleid a.s.r. real estate B.V.* Utrecht.
- Accountants, P. T. (2013). *Goed gewaardeerd vastgoed*. Platform Taxateurs en Accountants.
- Auriteit Financiële Markten. (2015). *Consultatieversie Leidraad Vastgoedtaxaties*. Amsterdam: AFM.
- Baarda, B., Bakker, E., Boullart, B., Fischer, T., Jusing, M., Peters, V., & Van der Velden, T. (2018). *Basisboek kwalitatief onderzoek*. Groningen: Noordhoff Uitgevers BV.
- Buijs, A. (2017). *Statistiek om mee te werken*. Groningen/Houten: Noordhoff Uitgevers.
- Burgerlijk Wetboek. (2020). *artikel 292 Burgerlijk Wetboek 7*. Opgehaald van maxius.
- CBS. (2021, april). *Bijna 900 winkels minder in 2020*. Opgehaald van <https://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2021/16/bijna-900-winkels-minder-in-2020>
- Dipasquale, D., & Wheaton, W. C. (1996). *Urban economics and real estate markets*. Upper Saddle River: Prentice Hall.
- Have, G. (2011). *Taxatieleer vastgoed 1*. Groningen/Houten: Noordhoff.
- International Valuation Standards Council. (2021). Opgehaald van IVSC: <https://www.ivsc.org/>
- IPD. (2000). *The Assessment and Management of Risk in the Property Investment Industry*. Opgehaald van <https://www.ipf.org.uk/static/uploaded/1fbd3018-6020-49c9-a8bef308eedcc789.pdf>
- Koophandel, K. v. (z.d.). *Hoe werkt een faillissement*. Opgehaald van Ondernemersplein: <https://ondernemersplein.kvk.nl/hoe-werkt-een-faillissement-verloop-procedure/>
- MSCI. (2021). *Key Centre Reference Tables Netherlands Quarterly [dataset]*. Opgehaald van www.msci.com/research/real-estate
- Nelisse, P. C.-P. (sd). Taxeren voor de vastgoedindex. *De vastgoedindex op waarde geschat*, 167-185.
- NRVT. (2017). *Reglement bedrijfsmatig vastgoed*.
- NRVT. (2018, september). Taxatierichtlijnen vastgoedindex.
- NRVT. (2021, juli). *Missie, taken en beleid*. Opgehaald van Nederlands Register Vastgoed Taxateurs: www.nrvt.nl
- Ouwehand, A., & Haringsma, J. (2016). *Transitie van de Nederlandse winkelstructuur*. Nederland: Colliers International.
- RICS Wereldwijde taxatiestandaarden. (2020). Londen: Royal Institute of Chartered Surveyors.
- Scenario's economische gevolgend corona crisis. (2020). Opgehaald van Centraal plan bureau: www.cpb.nl

- Schekkerman, C. (2004). *Nauwkeurigheid in taxaties*. Amsterdam School of Real Estate.
- Soudijn, E. (2005). *Onderzoeksverslagen schrijven*. Houten: Bohn, Stafleu, Van Loghum.
- Statline-faillissementen bedrijven en instellingen SBI 2008*. (2020). Opgehaald van CBS: www.cbs.nl
- straub, D., & Marlissa, L. (2019, maart 19). *Kaalslag in de winkelstraat*. Opgehaald van Businessinsider: <https://www.businessinsider.nl/winkel-failliet-vd-coolcat/>
- TEGoVA. (2021). Opgehaald van TEGoVA: <https://www.tegovanetherlands.nl/over-tegova>
- Ter Haar, W. (2019, februari 7). *www.deondernemer.nl*. Opgehaald van www.deondernemer.nl: <https://www.deondernemer.nl/actueel/bol-com-grotere-speler-afhandelen-bestellingen~298091>
- Van Arnhem, P. C., Berkhout, T. M., & Ten Have, G. G. (2013). *Taxatieleer vastgoed 1*. Groningen/Houten: Noordhoff Uitgevers.
- Van den Hoogen, C. (14 juni 2016). Hoorcollege ASRE. Amsterdam.
- Van der Stee, W., & Hofstede, H. (2020, oktober 28). *Stand van de Retail*. Opgehaald van ABN Amro: https://www.abnamro.nl/nl/media/Stand-van-Retail-oktober-2020-DEF_tcm16-87254.pdf
- Van Gool, P., Jager, P., Theebe, M., Veenhoven, R., & Weisz, R. (2020). *Onroerend goed als belegging*. Deventer: Wolters Kluwer.
- Van Hoek-Gerritsen, S. (2018). *Schrijfgids voor economen*. Bussum: Coutinho.
- van Welie, S. (2016). *Van Faillissement naar waardeontwikkeling*.
- Wesselink, G. (24 mei 2016). Hoorcollege ASRE. Amsterdam.
- Zandbergen, G. (2020, oktober 8). *Over de impact van een persconferentie op winkelpassanten*. Opgehaald van Locatus: <https://locatus.com/blog/over-de-impact-van-een-persconferentie-op-winkelpassanten/>

Bijlage 1, Interview richtlijn

Taxatieproces

1. Gebruikt u bij het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst een standaardlijst met documenten die u minimaal nodig heeft?
2. Maakt een debiteurenlijst deel uit van de standaardlijst met documenten die u voor een Professionele Taxatiedienst gebruikt?
3. In hoeverre vindt u de financiële positie van een huurder relevante informatie voor het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst?
4. Doet u onderzoek naar de financiële positie van een huurder bij het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst?
5. In hoeverre vindt u de toekomstbestendigheid van de branche van de huurder relevante informatie voor het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst?
6. Doet u onderzoek naar de toekomstbestendigheid van de branche van de huurder bij het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst?
7. Met welke van onderstaande stellingen bent u het eens?
 - Het is de verantwoordelijkheid van de taxateur om relevante informatie over de financiële positie van de huurder op te vragen.
 - Het is de verantwoordelijkheid van de opdrachtgever om relevante informatie over de financiële positie van de huurder aan te leveren.

Rekenmethode

8. Welke rekenmethode hanteert u voor de taxatie van een winkel?
9. Wordt het risico dat een huurder failliet gaat meegenomen in de berekening van de marktwaarde?
10. Welke parameters worden in de berekening van de marktwaarden aangepast om de risico's van een faillissement weer te geven?
11. Stel de volgende situatie doet zich voor: voor of op de waarde peildatum van de taxatie heeft de huurder van het getaxeerde object "surseance van betaling" aangevraagd. Neemt u hierover iets op in de taxatieberekening? Zo ja, wat?
12. Stel de volgende situatie doet zich voor: voor of op de waarde peildatum van de taxatie heeft de huurder van het getaxeerde object "faillissement" aangevraagd. Neemt u hierover iets op in de taxatieberekening?

Faillissementen V&D en Hudson's Bay

13. Bent u betrokken geweest bij zowel de taxaties van de V&D en de Hudson's Bay en kunt u zich nog herinneren hoe er in beide situaties is om gegaan met het risico op een faillissement en uiteindelijk ook het werkelijk uitgesproken faillissement?

Gevolgen corona

14. Afgelopen jaar is de wereld overvallen door de uitbraak van het COVID-19 virus. Ook de winkelmarkt is hier zwaar door geraakt en er is een grote kans dat er een golf aan faillissementen aan zit te komen. Op welke manier heeft u dit in de berekening van de marktwaarde verwerkt?

Bijlage 2, Transcripties interviews

Interview 1

Datum: 7 mei 2021

Deel 1 – het taxatieproces

Vraag: Gebruikt u bij Professionele Taxatiediensten een standaardlijst met documenten die u minimaal nodig heeft?

Antwoord: Ja, altijd.

Vraag: Maakt een debiteurenlijst deel uit van de standaardlijst met documenten die u voor een Professionele Taxatiedienst gebruikt?

Nee, niet standaard. Ik vraag minimaal een huurlijst en vraag of er nog specifieke zaken zijn die ik moet weten die van invloed kunnen zijn op de markt. Als ik langs andere wegen info krijg dat er iets aan de hand is, zal ik er specifiek om vragen.

Vraag: In hoeverre vindt u de financiële positie van een huurder relevante informatie voor het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst?

Antwoord: Heel erg belangrijk. Het ligt eraan hoe gek de markt is. Als het minder gaat en er is druk op huurwaarden, dan is het belangrijk voor cash flow, financiering, belanghebbenden.

Vraag: Doet u onderzoek naar de financiële positie van een huurder bij het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst?

Antwoord: Dat ligt eraan. Als de huurder problemen heeft dan zeker. In geval van ASR zijn de meeste huurders goede huurders dan zou ik het niet specifiek benoemen in het taxatierapport. Als er iets speelt doen we een kredietcheck. Bij Hudson Bay hebben we hier zeker wel naar gekeken en ook naar de garanties.

Vraag: Welke documenten gebruik je hiervoor?

Antwoord: Een kredietcheck of info van de klant zelf, (heeft hij alles betaald?) en info van property afdeling. Als die aangeeft dat een bepaalde huurder bij 4 klanten niet betaald dan vraag ik dat nog na.

Vraag: Doet u onderzoek naar de toekomstbestendigheid van de branche van de huurder bij het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst?

Antwoord: Geen specifiek onderzoek, maar binnen onze organisatie is er al veel bekend en worden dit soort zaken ook besproken in de overleggen. Ook zijn er marktrapportages waar ik gebruik van kan maken. Maar het is geen specifiek onderwerp. Ik kijk wel ook naar de alternatieve aanwendbaarheid van het object. Als het minder gaat is de huurder belangrijk, maar als het goed gaat is er altijd wel een ander te vinden.

Vraag: Met welke van onderstaande stellingen bent u het eens?

- Het is de verantwoordelijkheid van de taxateur om relevante informatie over de financiële positie van de huurder op te vragen.
- Het is de verantwoordelijkheid van de opdrachtgever om relevante informatie over de financiële positie van de huurder aan te leveren.

Antwoord: Met beide stellingen.

Deel 2 – de rekenmethode

Vraag: Welke rekenmethode hanteert u voor de taxatie van een winkel?

Antwoord: De BAR/NAR methode. Maar we kijken steeds meer naar performance van de huurder. De draagkrachtmethode doe je eigenlijk ook. Je vraagt je af: Is een bepaalde huurwaarde realistisch?

Vraag: Stel de volgende situatie doet zich voor: voor of op de waarde peildatum van de taxatie heeft de huurder van het getaxeerde object "surseance van betaling" aangevraagd. Neemt u hierover iets op in de taxatieberekening? Zo ja, wat?

Antwoord: Ja, maar dat is ook weer afhankelijk van de markt en de situatie. Kan ook positief uitpakken als een huurder vertrekt. Als ik dan een ander achter de hand heb, kan het ook positief zijn voor de huurprijs. Maar ik neem het wel op, omdat je de huurder er ook niet zo maar uitkrijgt.

Vraag: Is het een bijzonder uitgangspunt?

Antwoord: Het is geen bijzonder uitgangspunt, want het is waar. De huurder heeft surseance aangevraagd en dat doe je niet zomaar. Dit is op de taxatiedatum een feit en dus is het geen bijzonder uitgangspunt

Vraag: Het wordt dus niet apart beschreven?

Antwoord: Ja maakt er wel melding van, maar is het is geen bijzonder uitgangspunt, want een bijzonder uitgangspunt is niet de werkelijkheid. Feiten moet je melden.

Vraag: Ga je uit van een verhuurd object?

Antwoord: Ik zou een correctie opnemen dat hij niet betaalt, maar het contract bestaat nog. Je kan niet meer rekenen op de cashflow. Je moet inschatten hoe lang hij niet gaat betalen. Daarvoor moet je corrigeren of soms aangeven dat hij niet terugkomt.

Vraag: Is het dan wel een bijzonder uitgangspunt?

Antwoord: Nee nog steeds niet.

Vraag: Als je de BAR/NAR methode gebruikt en er is sprake van surseance van betaling. Hoe laat je dit risico er dan in terugkomen?

Antwoord: In de huur en het rendement. Als de huurder het moeilijk heeft en er is surseance, maar de gedachte is dat als de huur lager is, de huurder wel kan betalen, dan kun je daarop vooruitlopen.

Vraag: Stel de volgende situatie doet zich voor: voor of op de waarde peildatum van de taxatie heeft de huurder van het getaxeerde object "faillissement" aangevraagd. Neemt u hierover iets op in de taxatieberekening?

Antwoord: Je gaat er op dezelfde manier mee om. Het is afhankelijk van de feiten op dat moment.

Vraag: Ga je nog steeds uit van verhuurd object?

Antwoord: Ja, maar je maakt wel een afweging.

Vraag: Neem je het risico dat huurder failliet gaat mee?

Antwoord: Ja als het aannemelijk is wel. Maar als het goede huurder is niet.

Vraag: Wat doe je als de huurder niet aan zijn betalingsverplichting voldoet en er nog geen sprake is van surseance?

Antwoord: Ik ga afwegen hoe realistisch het is dat hij niet gaat betalen. Als dat risico er is, neem ik het mee. Dat doe ik door rendement te verslechteren, maar je kunt misschien beter zeggen dat je een bepaalde leegstandperiode meeneemt.

Vraag: Heeft een faillissement of surseance van betaling invloed op de methode die je gebruikt?

Antwoord: V&D heeft zijn zaken niet goed op orde. Hudson Bay wel. Dan zou je huurwaardekapitalisatie kunnen gebruiken. Maar als er überhaupt geen vraag meer is, is het grote object misschien niet meer geschikt voor een winkelfunctie, maar wellicht is het wel bruikbaar voor iets anders. Dan kijk je wellicht meer naar een andere rekenmethode. Als retail geen kans van slagen meer heeft, denk je na over alternatieven en dan moet je andere methodes gebruiken.

Deel 3 – de faillissementen van V&D en Hudson's Bay

Vraag: Bent u betrokken geweest bij zowel de taxaties van de V&D en de Hudson's Bay en kunt u zich nog herinneren hoe er in beide situaties is om gegaan met het risico op een faillissement en uiteindelijk ook het werkelijk uitgesproken faillissement?

Antwoord: Het faillissement speelde bij beide huurders net rond de taxatiedatum. Dat maakte het onpraktisch. Fondsen willen zo snel mogelijk waarde. Je neemt informatie tot je, doet je waardering. Op de taxatiedatum maak je de waarde final. In dit geval wilde je hem final maken en kwam ineens het faillissement naar voren. Bij V&D was er al langer sprake van en had je de aanvraag al gehad als heronderhandeling, dat ging stapsgewijs. We deden dan weer een taxatie. Toen was ineens het doek gevallen. Bij Hudson Bay eigenlijk hetzelfde sentiment werd steeds negatiever. Zat ook al in taxatie. Ging hetzelfde.

Vraag: Weet jij of er naar aanleiding van het faillissement nog wijzigingen in de taxatie zijn aangebracht omdat het faillissement daadwerkelijk was uitgesproken?

Antwoord: Ik denk het wel. Maar gezien het hele voortraject was er ook al rekening mee gehouden. Ik kan het concept oktober van oktober vergelijken met de definitieve versie. Het is zeker nog aangepast.

Deel 4 – de impact van de corona crisis

Vraag: Afgelopen jaar is de wereld overvallen door de uitbraak van het COVID-19 virus. Ook de winkelmarkt is hier zwaar door geraakt en er is een grote kans dat er een golf aan faillissementen aan zit te komen. Op welke manier heeft u dit in de berekening van de marktwaarde verwerkt?

Antwoord: Faillissementen blijven wel uit, maar de bedrijven liggen nog aan het infuus. Trend die we zien begon al voor corona. De sneeuwbal is alleen sneller gaan rollen. Aan het begin van corona was er enorme druk op de huurwaarde. De trendbreuk was er al. Je ziet het met name in de huurwaarde. Bedragen zijn niet meer haalbaar. Banken financieren retail niet meer en je ziet het in transacties en biedingen.

Vraag: Kijkt u nu nog wel meer specifiek naar bijvoorbeeld de branche?

Antwoord: Je kijkt wel heel goed naar wat er zit en wat voor type huurder je hebt. Dat doet een mogelijke koper ook. Bioscoop nu is wel anders dan bioscoop toen.

Interview 2

Datum: 1 juni 2021

Deel 1 – het taxatieproces

Vraag: Gebruikt u bij Professionele Taxatiediensten een standaardlijst met documenten die u minimaal nodig heeft?

Antwoord: Ja, die hebben wij en wordt gebruikt.

Vraag: Maakt een debiteurenlijst deel uit van de standaardlijst met documenten die u voor een Professionele Taxatiedienst gebruikt?

Antwoord: Nee.

Vraag: Zijn er opdrachtgevers van wie u wel een debiteurenlijst ontvangt?

Antwoord: Nee, volgens mij niet. Nu de laatste tijd met corona zijn er wel een paar opdrachtgevers waar aanvullende informatie is aangeleverd. Maar dit betreft voornamelijk afspraken over tijdelijke huurkorting i.v.m. de coronacrisis, niet specifiek een debiteurenlijst.

Vraag: In hoeverre vindt u de financiële positie van een huurder relevante informatie voor het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst?

Antwoord: Het is wel belangrijk om uitschieters te benoemen. Bij Albert Heijn doe je bijvoorbeeld geen onderzoek naar de financiële positie. Maar als een onervaren ondernemer of historisch gezien een slechte ondernemer verantwoordelijk is voor de exploitatie, dan maak ik me wel zorgen. Een kapitaalkrachtige huurder die goed presteert waarderen we hoger dan een lokale ondernemer waarvan we niet weten of die goed draait. Of waarover we horen dat hij slecht draait.

Vraag: Doet u onderzoek naar de financiële positie van een huurder bij het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst?

Antwoord: Dat hangt af van de situatie zoals eerder genoemd.

Vraag: Hebt je speciale manieren voor dat soort onderzoek?

Antwoord: We gaan het niet met het een kredietrapport uitzoeken, maar houden er wel rekening mee omdat we weten dat het bij sommige partijen slecht gaat en volgen de berichten om ons heen.

Vraag: Doet u onderzoek naar de toekomstbestendigheid van de branche van de huurder bij het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst?

Antwoord: Ja die nemen we wel mee, dat zit dan in het feit hoe groot acht je de kans dat de huurder blijft zitten. Op sommige plekken bijvoorbeeld waar veel mode is, zijn we kritischer of bijvoorbeeld als er veel winkels zijn uit de schoenenbranche. Voor beide branches geldt dat je extra kritisch naar de toekomst van de huurder kijkt.

Vraag: Afhankelijk van het type object is de branche van de huurder dus wel degelijk belangrijk?

Antwoord: Ja mode op de Kalverstraat is prima, maar mode in een wijkwinkelcentrum kan ingewikkelder zijn.

Vraag: Als je twee panden naast elkaar hebt in een wijkwinkelcentrum, een modewinkel en een slager. Waardeer je die dan anders vanwege het type huurder?

Antwoord: Als we echt een uitsplitsing maken van alle huurders apart, zouden we dat inderdaad doen, mits de gegevens vergelijkbaar zijn zoals contractuur, prijs per m². De slager is dan bestendiger, maar één modewinkeltje in een wijkcentrum kan wel.

Vraag: Je waardeert dus het contract en niet puur de stenen, daarom kan het zijn dat je het contract van een slager anders waardeert dan het contract van een schoenenwinkel. Neem je iets hierover op in het taxatierapport?

Antwoord: Nou, waar we dat zouden opnemen is inde gevoeligheidsanalyse of de WSOT. Als we een winkelcentrum taxeren met veel mode, kunnen we dat noemen of als bepaalde branches het zwaar hebben kunnen we dat noemen.

Deel 2 – de rekenmethode

Vraag: Welke rekenmethode hanteert u voor de taxatie van een winkel?

Antwoord: De BAR/NAR methode in geval van highstreet objecten en winkelcentra. Alleen bij sterk wisselende kasstromen, dan heeft DCF voorkeur. We doen ze eigenlijk altijd allebei. In DCF kun je kasstromen beter laten zien.

Vraag: Stel de volgende situatie doet zich voor: voor of op de waarde peildatum van de taxatie heeft de huurder van het getaxeerde object "surseance van betaling" aangevraagd. Neemt u hierover iets op in de taxatieberekening? Zo ja, wat?

Antwoord: We gaan uit van huurpenningen die de verhuurder in beginsel krijgt. In geval van surseance is dat een voorloper of faillissement of doorstart. Ik weet niet hoe dat procentueel is verdeeld. Het huurcontract geldt nog bij surseance, dus aan contractdata veranderen we niks en aan de huurprijs ook niet. Maar het rendement wijzigt wel, dus de factor gaat naar beneden.

Vraag: Dus het risico van surseance verwerk je in het rendement? Beschrijf je het als bijzonder uitgangspunt.

Antwoord: Het is geen bijzonder uitgangspunt, het is de feitelijke situatie. We zouden het wel als opmerking opnemen. Je gaat uit van een verhuurd object. Als je denkt dat de winkel leegkomt over aantal maanden kun je het in een DCF berekening in de tijd uitzetten dat er nog huurinkomsten zijn, dan leegstand, dan verhuur. In BAR/NAR ga je uit van een kapitalisatiefactor. Bij de berekening houd je rekening met een *lagere* factor en verwerk je het risico dus in het rendement.

Vraag: Stel de volgende situatie doet zich voor: voor of op de waarde peildatum van de taxatie heeft de huurder van het getaxeerde object "faillissement" aangevraagd. Neemt u hierover iets op in de taxatieberekening?

Antwoord: Als het faillissement is aangevraagd maken we een inschatting wat de kans is dat er een doorstart komt. Als de kans groot is dat er geen doorstart komt, dan gaan we er op een gegeven moment van uit dat de huurder er niet meer is en neem je het op als leegstand. Met een leegstandscorrectie en met een huuropbrengst van nul. Leegstand, incentives en verhuurkosten nemen we dan op in de berekening van de taxatie.

Deel 3 – de faillissementen van V&D en Hudson's Bay

Vraag: Bent u betrokken geweest bij zowel de taxaties van de V&D en de Hudson's Bay en kunt u zich nog herinneren hoe er in beide situaties is om gegaan met het risico op een faillissement en uiteindelijk ook het werkelijk uitgesproken faillissement?

Antwoord: Ja, ik ben zowel bij de taxaties van de V&D en de Hudson's Bay betrokken geweest. Ik weet het niet meer letterlijk, maar het risico was hoog, het waren lange contracten, waarvan in een keer niet zeker is dat ze uitgediend worden tegen de vastgestelde huurprijs. We hebben de rendementen er toen op aangepast. Van belang is dat V&D een belegging met laag risico was. Daar schreef je hoge factoren voor op. Dan zit je ineens met panden met heel veel lagen, waarvan de vraag in een keer was wie gaat het invullen. Als ze failliet gaan wat dan? In een keer werd het single tenant pand een multi tenant pand. We zijn er zo naar gaan kijken.

Vraag: Wat is het effect op de huurwaarde geweest?

Antwoord: We zijn dus anders gaan kijken naar de markthuur en zijn scenario's gaan uitwerken voor andere bestemmingen.

Vraag: Zijn jullie in de taxatie van Hudson's Bay meteen overgestapt naar het alternatieve scenario?

Antwoord: Jazeker, al in de eerste fases. We zijn dus naar alternatieve aanwendbaarheid gaan kijken. Dat wil niet zeggen dat de alternatieve aanwendbaarheid meteen de feitelijk taxatie was.

Wat hebben jullie per fase in de taxaties aangepast?

Antwoord: Fase 1 bij de vraag om huurverlaging is het aanpassen van het rendement. Fase 2 bij de surseance, toen is de klap nog verder door gegaan, maar dan heb je nog steeds V&D BV als huurder in de taxatie. Fase 3 bij de laatste stap als het faillissement definitief is, wordt er met leegstand gerekend. Pas in die fase ga je in de taxatie over van verhuurd naar leegstand met een nieuwe markthuur, nieuwe investeringen etc.. De meeste verhuurders zijn toen na gaan denken over wat gaan we hiermee doen.

Vraag: Uiteindelijk lagen er allemaal alternatieven maar kwam Hudsons Bay toch als beste optie naar voren voor de meeste beleggers?

Antwoord: Inderdaad de korte klap was toen om alles weer direct te vullen.

Vraag: Bij Hudsons Bay ging het vervolgens vrij snel weer mis met het faillissement gegaan als gevolg. Zijn daar zaken anders gelopen t.a.v. de taxatie? Of ben je daar op dezelfde manier mee omgegaan?

Antwoord: Ik denk grotendeels hetzelfde. Ze gingen failliet in 2018. Ook weer per eind van het jaar. De situatie was hetzelfde. De panden waren in hun geheel gehuurd met een bijdrage van de verhuurder. In het begin is markthuur bepaald op basis van wat Hudsons Bay betaalde, gecorrigeerd

voor de bijdrage. Er is in de tussentijd door de verhuurders veel geïnvesteerd. In ruil daarvoor waren er hogere huren plus de huurgaranties die Hudsons Bay gaf: een 15-jarig contract met 10 jarige zekerheid van het moederbedrijf.

Deel 4 – de impact van de corona crisis

Vraag: Afgelopen jaar is de wereld overvallen door de uitbraak van het COVID-19 virus. Ook de winkelmarkt is hier zwaar door geraakt en er is een grote kans dat er een golf aan faillissementen aan zit te komen. Op welke manier heeft u dit in de berekening van de marktwaarde verwerkt?

Antwoord: In het 1^e kwartaal waren de taxaties in concept al klaar. In het 2^e kwartaal werd de situatie duidelijker maar de markt informatie die er toen was, was gebaseerd op de periode voor corona. Maar die was niet correct. We hebben toen huurcorrecties opgenomen. Dus kortingen die verhuurders gingen verstrekken. Dat is ook uitgekomen. Zo hebben we in het begin kortingen berekend op basis van branche en ligging. Later werd duidelijker dat supermarkten niet geraakt werden en wijkwinkelcentra ook niet, dus daarvoor namen we geen correcties meer op. In grote steden waar toeristen en dagjesmensen weg bleven zijn de grootste kortingen opgenomen.

Vraag: Hoe heb je die kortingen verwerkt?

Antwoord: Als huurcorrectie. We zijn ervan uitgegaan dat verhuurders 6 maanden korting zouden geven.

Vraag: Dat is dus anders dan bij faillissement want dat doe je in het rendement. Hoe kijk je tegen die twee verschillende manieren aan?

Antwoord: Het verschil is dat bij een faillissement heeft één specifieke huurder een probleem, dus daar gaan we de factor voor aanpassen. Tijdens corona konden we taxaties niet onderbouwen op een manier die rekening hield met corona. Je moet toch waarde bepalen daarom hebben we voor deze manier gekozen. Gedurende de kwartalen kwam er steeds meer markt informatie omdat er toch verhuurd en verkocht werd. Als er transacties zijn kun je taxeren, dus kortingen meenemen hoefde niet meer en we konden weer stoppen met de correcties.

Vraag: Kon je het toen weer in het rendement stoppen?

Antwoord: Als er surseance is gaat de winkel 9 van de 10 keer failliet of start door. Dan gaan we de factor van die unit anders inschatten. Als hij failliet is, is hij leeg.

Interview 3

Datum: 30 juni 2021

Deel 1 – het taxatieproces

Vraag: Gebruik je een standaardlijst met documenten en zit daar standaard ook een debiteurenlijst?

Antwoord: Nee, wel de laatste huurfactuur.

Vraag: Ontvang je informatie over huurachterstanden van de opdrachtgever?

Antwoord: Alleen als er een indicatie is dat het niet goed zit, dan zoeken we er bewust naar, maar meestal zitten huurders er solide en lange tijd in. En krijg je wel een indicatie van de eigenaar als er iets aan de hand is.

Vraag: Wordt de financiële positie van de huurder beschreven in het taxatierapport?

Antwoord: Nee.

Vraag: Vind je de financiële positie van een huurder relevante info voor de berekening van de marktwaarde?

Antwoord: Beperkt.

Vraag: Wordt er in het taxatieproces onderzoek gedaan naar de financiële positie van de huurder?

Antwoord: Nee

Vraag: Vind je de toekomstbestendigheid van de branche van de huurder relevante info voor de berekening van de marktwaarde?

Antwoord: Ja.

Vraag: Waar baseer je je op als je naar toekomstbestendigheid van de branche van de huurder kijkt?

Antwoord: Heel divers. Alle banken want die hebben cijfers en trends. Beleggers die jaarverslagen en sectorverslagen doen. Standaard mails van de Nederlandse bank met daarin de gegevens van het Centraal Planbureau. Informatie van het Centraal Planbureau, met name de tweejaarlijkse forecast. Horeca dna (cijfers en trends).

Vraag: Neem je iets over de toekomstbestendigheid van de branche op in het taxatierapport?

Antwoord: Ja, het wordt vaak als kans of bedreiging opgenomen. Het zegt niet heel direct iets over de kwaliteit van het pand, daarvoor kijk je naar de stenen. Maar toekomstbestendigheid benoem je als er kansen of bedreigingen zijn. Je vertaalt die in de berekening in een positieve of negatieve yield.

Vraag: Is dan een SWOT analyse ook de plek waar je informatie over de sterkte of zwakte van een huurder kwijt kan?

Antwoord: Ja, het hoort daar wel in thuis, maar het wordt zelden geraakt. In mijn praktijk is er zelden een indicatie daarvoor. Als toevoeging hierop het volgende: je hebt bij de taxatie van een winkel te maken met de regelgeving voor bedrijfsruimte conform artikel 290 BW. Deze wetgeving is dusdanig dwingend rechterlijk. Als huurder en verhuurder heb je hierdoor weinig mogelijkheid om buiten de lijntjes te kleuren. Het Geeft soms niet nodige flexibiliteit die een locatie nodig heeft om bijvoorbeeld een start up kansen te gunnen.

Vraag: Inderdaad de wetgeving geeft weinig kansen om buiten de lijntjes te kleuren en weinig mogelijkheden om huurder eruit te zetten, maar contract huur is ook van invloed op de taxatieberekening en kan lager of hoger zijn dan wat de markt betaald. De over huur correctie is van invloed op de waardering, bij een instabiele huurder zou je deze misschien niet mee moeten nemen?

Antwoord: Klopt, maar we doen geen boekenonderzoek. Een huurder met 5 grote zaken, kan op sterven na dood zijn op liquiditeit. We Krijgen van de belegger vaak het recht niet om met de huurder te spreken. Als makelaar taxateur heb je wellicht nog andere belangen, maar als taxateur alleen heb ik geen belang en wil ik dus graag met de huurder spreken. Dan hoor je in 5 minuten meer dan in een lang gesprek met de eigenaar. Het is waardevol om met zoveel mogelijk partijen te spreken, maar we krijgen helaas niet altijd de kans.

Vraag: Zou je in een debiteurenlijst dan toch relevant informatie kunnen zien?

Antwoord: Het is een indicatie, maar de debiteurenlijst kijkt terug. Eigenlijk wil je een forecast. De huurder heeft misschien wel jackpot gewonnen. Ik heb liever de geconsolideerde jaarrekening van 3 of 4 jaar om volatiliteit van de liquiditeit in de gaten te houden en te kijken naar expansiedrift. Alleen debiteuren is niet genoeg, Je zou veel meer moeten bekijken. Maar ze kijken je al vies aan als je vraagt naar omzet. Wat je wilt vaststellen is een indicatie van de draagkracht van de ondernemer.

Vraag: Is het de verantwoordelijkheid van de opdrachtgever of de huurder om financiële informatie respectievelijk op te vragen of aan te leveren?

Antwoord: Beide. We moeten het eerst eens zijn dat dit informatie is die je nodig hebt voor het doen van een taxatie. De vraag is altijd als taxateur: ben ik volledig geïnformeerd. Dat spreken we ook af in offertes. De opdrachtgever tekent dat alle informatie er is en juist is. Maar er zit soms een bepaald belang bij. Ik zou graag een wet zien waarin de opdrachtgever verplicht wordt goede informatie te geven.

Deel 2 – de rekenmethode

Vraag: Wat is volgens jou de juiste rekenmethode voor de taxatie van een winkel?

Antwoord: Die is er niet. Je moet eigenlijk alle methodieken onder de inkomstenbenadering scharen en afhankelijk van de situatie bepalen welke methode het meest passend is. Hieronder valt ook de huurdraagkracht methode, je kijkt dan wat een ondernemer maximaal aan huur kan betalen op basis van zijn exploitatie. Aan de andere kant wordt in de praktijk voor een winkelstraatje in den haag de waarde vaak gebaseerd op de huur kapitalisatie methode en gaat een winkel voor 14 of 15 keer de contracthuur. Bij een grote vastgoedbeleggers verwacht ik dan dat de discounted cashflow methode wordt gebruikt, maar dit is slechts een aanname.

Vraag: Als er surseance is aangevraagd door een huurder neem je dat dan mee in je waardering? Zo ja, op welke manier?

Antwoord: Je gaat de kans op leegstand vergroten in de taxatie. Stel de huurder heeft nog 4 jaar te gaan van zijn contract, dan verlaag je de kaspositie door het risico op leegstand naar voren te trekken. Je veronderstelt bij een faillissement een leeg pand, dus je hebt dan een kasstroom loze periode.

Als het faillissement is uitgesproken is het het meest simpel. Het inschatten van een huurvrije periode is lastig. Je hebt maar één huurder nodig. Als je die vindt, ga je wellicht tegen de markt in.

Bij surseance ga je voor meer en minder huur corrigeren. Je kunt ook een correctie toepassen, als je weet wat de deal is. Je gaat spelen met meer en minder huur en gaat dan uit van een kasstroom loze periode.

Vraag: Als er faillissement is aangevraagd door een huurder neem je dat dan mee in je waardering? Zo ja, op welke manier?

Antwoord: Dan zou ik zeggen, ga ik uit van een faillissement. Dan ga ik alleen kijken naar de mogelijkheden voor een doorstart. Bv. Hema. In eend dorp op het platteland, kies ik de minst positieve liquiditeit. Die inschatting ga je maken. In principe is er geen geld voor het betalen van de huur, tenzij er een doorstart komt. Dit is in feite een aandeelhouders situatie geen vastgoedpropositie.

Vraag: Hoe laat je dat tot uiting komen in je taxaties?

Antwoord: In de yield bij NAR of BAR. Vanuit het perspectief van de koper of belegger kijk je ernaar. Het ziet er wel goed of niet goed uit. Bij DCF kun je verschillende aanpassingen doen zoals de groeivoet van de huur en leegstandperiode en je kunt sleutelen aan het risico op exit etc.

Vraag: Stop je dat dan in een correctie op de kasstromen of in je rendement?

Antwoord: Ik werk met het hybride model van FLUX. De NAR is altijd inclusief een DCF, maar ik heb geleerd dat een belegger zijn yield aanpast en de kasstroom aanpast. Een belegger die het pand aankoopt neemt risico, dus zit er een hogere yield aan vast.

In alle drie de fases van een faillissement doe je aanpassingen in de leegstandperiode en je verwerkt het in de yield. Ik denk dat het meer in de yield zit. Als er slechts geruchten zijn dan wordt in eerste instantie de yield aangepast als het werkelijkheid wordt dan is de kasstroom belangrijk.

Vraag: Eigenlijk gaf je aan dat FLUX altijd beide rekenmethodes toepast. Kan je dit nader toelichten?

Antwoord: FLUX heeft als basis de NAR. Input voor de NAR komt deels uit de DCF. De DCF gebruikt weer T=0 de input variabelen van de NAR. De uitkomst van dit hybride stuk levert een output BAR en die toets je aan de markt. Je kijkt of het past bij het marktbeeld. Voor veel losse pandjes in steden gaat het via kapitalisatie model. Maar hoe meer fluctuaties in de kasstroom en hoe groter object, hoe groter de noodzaak om een DCF berekening te doen.

Deel 3 – de faillissementen van V&D en Hudson's Bay

Vraag: Bent u betrokken geweest bij zowel de taxaties van de V&D en de Hudson's Bay en kunt u zich nog herinneren hoe er in beide situaties is om gegaan met het risico op een faillissement en uiteindelijk ook het werkelijk uitgesproken faillissement?

Antwoord: Nee, ik heb het op afstand waargenomen.

Deel 4 – de impact van de corona crisis

Vraag: Toen kregen we vorig jaar ook nog te maken met corona, wat veel invloed heeft op de winkelmarkt. Het risico op faillissementen is toegenomen. Houd je daar op dit moment rekening mee? Geef je het extra aandacht in de taxatie?

Antwoord: Nee.

Vraag: Komt dat omdat het een korte termijn effect is of omdat het moeilijk in te schatten is?

Antwoord: Je moet wel de informatie hebben en het gemiddelde als risico zit in de yield. Het zou daar ook in opgenomen horen te zijn. Ik denk dat het heel individueel is waar de klappen vallen. Winkeliers hebben geen spaargeld meer. Voor de hele grote winkeliers heeft de NAW regeling ruimte gegeven. Ik denk dat wat ik merk is concreet in Utrecht bijvoorbeeld dat Hoog Catharijne de stad leeg trekt. Dat is veel belangrijker dan het risico op faillissementen. Zelfstandige ondernemers in winkels zien dat winkels in de buurt leegkomen. Daardoor neemt het risico toe. Je neemt de achteruitgang van de straat mee, maar niet de individuele positie van de huurder. We houden er niet expliciet rekening mee, want in transacties van nu wordt al rekening gehouden met het corona risico. Ik denk dat in transacties van nu ermee rekening gehouden wordt dat corona voorbij is. Iedereen die nu koopt, weet het.

Vraag: Een jaar terug waren er nog geen transacties als referentie. Toen had je wel de keuze om te corrigeren of niet omdat je geen concrete informatie had. Wat heb je toen gedaan?

Antwoord: Ik heb toen gekeken naar de waarde van aandelen van grote makelaarskantoren. Dat heb ik meegenomen in de tekst van het rapport. De markt verwacht dat grote makelaarskantoren geen geld meer gaan verdienen en dus is er zwaar weer op komst. De daghandel op de beurs laat zien wat het sentiment is. Maar ik doe dat al een half jaar al niet meer omdat de markt is gestabiliseerd.

Interview 4

Datum: 8 juli 2021

Deel 1 – het taxatieproces

Vraag: Gebruikt u bij Professionele Taxatiediensten een standaardlijst met documenten die u minimaal nodig heeft?

Antwoord: Ja dat staat in onze offerte: een standaardlijst met huuroverzicht, huurovereenkomsten, etc.

Vraag: Maakt een debiteurenlijst deel uit van de standaardlijst met documenten die u voor een Professionele Taxatiedienst gebruikt?

Antwoord: Volgens mij niet.

Vraag: Ontvangt u die wel?

Antwoord: Nee ook niet

Vraag: In hoeverre vindt u een debiteurenlijst relevante informatie voor het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst?

Antwoord: Eigenlijk wel. Het zegt wat over risico's en kasstromen bijvoorbeeld. Ik weet dat we de informatie met de corona crisis ook wel hebben opgevraagd, maar ASR was niet happig om de informatie te delen.

Vraag: In hoeverre vindt u de financiële positie van een huurder relevante informatie voor het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst?

Antwoord: Zeker ja.

Vraag: Doet u onderzoek naar de financiële positie van een huurder bij het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst?

Antwoord: Zeker. Het begint vaak met geluiden uit de markt. Bijvoorbeeld ook bij Hudson's Bay zong het al rond dat het niet goed ging. Dat neem je wel mee in je taxatie.

Vraag: Hebt je speciale manieren voor dat soort onderzoek?

Antwoord: We kijken wel op websites als company.info. Dat doe ik zelf als het wat kleinere zelfstandige ondernemers zijn om te kijken of die financieel de huur goed kunnen betalen en verder altijd als je denkt dat het er niet rooskleurig uitziet. Bijvoorbeeld Hudson's Bay.

Vraag: Doet u een officiële kredietcheck?

Antwoord: Nee

Vraag: Doet u onderzoek naar de toekomstbestendigheid van de branche van de huurder bij het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst?

Antwoord: Ja, onze researchafdeling schrijft daar rapporten over. Maar niet elke branche en bij elke taxatie.

Vraag: In hoeverre vindt u de toekomstbestendigheid van de branche van de huurder relevante informatie voor het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst?

Antwoord: Ja als er een grote huurder in een pand zit in een branche die niet lekker loopt is het zeker relevante informatie. Dat is dan ook vaak minder interessant voor beleggers om te kopen.

Vraag: Met welke van onderstaande stellingen bent u het eens?

- Het is de verantwoordelijkheid van de taxateur om relevante informatie over de financiële positie van de huurder op te vragen.
- Het is de verantwoordelijkheid van de opdrachtgever om relevante informatie over de financiële positie van de huurder aan te leveren.

Antwoord: Met allebei. Deels de eerste als je als taxateur denkt dat er mogelijk iets speelt, is het de verantwoordelijkheid van de taxateur, maar uiteindelijk weet de eigenaar het veel beter en die zou de informatie dus sowieso moeten delen.

Deel 2 – de rekenmethode

Vraag: Welke rekenmethode hanteert u voor de taxatie van een winkel?

Antwoord: De Kapitalisatie methode.

Vraag: Is die ook het meest gebruikt?

Antwoord: Ja zeker

Vraag: Waarom specifiek die methode?

Antwoord: Op basis van referentietransacties goed analyseren en dan het rendement eruit halen, dan kijken of er nog andere zaken spelen. Ik denk ook dat veel beleggers zo kijken, zeker de particuliere. Fondsen misschien iets minder. In de retail markt wordt de methode ook door beleggers het meest gebruikt.

Vraag: Wordt het risico dat een huurder failliet gaat meegenomen in de berekening van de marktwaarde?

Antwoord: Ja, bijvoorbeeld bij Hudson's Bay. Ik weet niet of we die al taxeerden toen het wat minder ging. Als we dat hadden gedaan hadden we een risico-opslag in de yield verwerkt. We hanteren dan de huursituatie zoals die is, we hanteren nog de huidige huur en de huidige expiratedatums. We doen wel rendementsopslag in de yield. De hoogte van de opslag hangt af van mogelijkheden tot opnieuw verhuren.

Vraag: Stel de volgende situatie doet zich voor: voor of op de waarde peildatum van de taxatie heeft de huurder van het getaxeerde object "surseance van betaling" aangevraagd. Neemt u hierover iets op in de taxatieberekening? Zo ja, wat?

Antwoord: Dan is risico nog groter geworden dan moet je misschien ook kijken, zoals bijvoorbeeld bij Hudson's Bay of de expiratedatum nog realistisch is. Het zijn lange contracten met forse contante waarden huurverschillen. De vraag is of je dat nog ontvangt. Ten opzichte van fase 1 is het lastig te

zeggen, de vraag is of dat een heel lange fase is. Als je tussen twee taxaties zit, heb je misschien geen taxaties op de peildatum. Als duidelijk is dat het risico groter is geworden, doe je een nog grotere opslag in het rendement.

Vraag: Stel de volgende situatie doet zich voor: voor of op de waarde peildatum van de taxatie heeft de huurder van het getaxeerde object "faillissement" aangevraagd. Neemt u hierover iets op in de taxatieberekening?

Antwoord: Als er nog niet is opgezegd. Dan is het erg afhankelijk van de vraag of doorstart realistisch is. Bijvoorbeeld D reizen start vaak door als Prijsvrij. Als er wordt opgezegd zet je de datum van opzegging en beschouw je hem als opgezegd, dus neem je leegstandscorrecties op. Als er niet is opgezegd en er is sprake van fors oververhuur, dan zet je het contract op per direct herzien, dus niet de meerhuur meenemen, terwijl de huurder failliet is. Dan koopt een belegger ook niet. Als de huurder failliet is en doorstart is niet waarschijnlijk, ga je rekenen met leegstand. Bij Hudson's Bay was er veel sprake van herontwikkeling naar andere functies. Enkele misschien nog wel als retail, dan is het opgenomen met een leegstandstermijn.

Deel 3 – de faillissementen van V&D en Hudson's Bay

Vraag: Bent u betrokken geweest bij zowel de taxaties van de V&D en de Hudson's Bay en kunt u zich nog herinneren hoe er in beide situaties is om gegaan met het risico op een faillissement en uiteindelijk ook het werkelijk uitgesproken faillissement?

Ik ben zelf niet direct betrokken geweest bij de taxatie van V&D destijds. Deze zijn uitgevoerd door mijn collega. Wel ben ik betrokken geweest bij de taxaties van Hudson's Bay. De verwerking hiervan is grotendeels vergelijkbaar met de taxaties van V&D en is volgens de eerder vermelde werkwijze verwerkt.

Vraag: Hoeveel V&D's zijn er door jullie getaxeed?

Antwoord: Zeker de helft.

Vraag: Zijn jullie in de taxatie van Hudson's Bay meteen overgestapt naar het alternatieve scenario?

Antwoord: Op het moment dat wij de taxaties van Hudson's Bay hebben uitgevoerd was al bekend dat zij zouden vertrekken. Op dat moment hebben wij dus naar het alternatieve scenario gekeken.

Deel 4 – de impact van de corona crisis

Vraag: Afgelopen jaar is de wereld overvallen door de uitbraak van het COVID-19 virus. Ook de winkelmart is hier zwaar door geraakt en er is een grote kans dat er een golf aan faillissementen aan zit te komen. Op welke manier heeft u dit in de berekening van de marktwaarde verwerkt?

Antwoord: Nu nemen we geen huurkortingen meer op in de taxatie, als het niet met de huurder is afgesproken. Dat deden we wel aan het begin van de uitbraak. 30 juni 2020 namen we een correctie op van drie maanden markthuur als huurkorting. Het was puur een tijdelijk effect.

Vraag: Kijkt u nu nog wel meer specifiek naar bijvoorbeeld de branche?

Antwoord: In het afgelopen jaar is er wel flink afgewaardeerd in markthuur en rendement. In het rendement is zeker de branche meegenomen

Bijlage 3, Gecodeerde interviews

Geel gemarkeerd: kern van het antwoord

Blauw gemarkeerd: relevante toelichting

Groen gemarkeerd: bijzondere uitweiding

Deel 1 Het Taxatieproces

Vraag: Gebruikt u bij Professionele Taxatiediensten een standaardlijst met documenten die u minimaal nodig heeft?			
Interview 1	Interview 2	Interview 3	Interview 4
Ja, altijd.	Ja, die hebben wij en wordt gebruikt.	Nee, wel de laatste huurfactuur.	Ja dat staat in onze offerte: een standaardlijst met huuroverzicht, huurovereenkomsten, etc
Vraag: Maakt een debiteurenlijst deel uit van de standaardlijst met documenten die u voor een Professionele Taxatiedienst gebruikt?			
Nee, niet standaard. Ik vraag minimaal een huurlijst en vraag of er nog specifieke zaken zijn die ik moet weten die van invloed kunnen zijn op de markt. Als ik langs andere wegen info krijg dat er iets aan de hand is, zal ik er specifiek om vragen.	Nee	Vraag niet expliciet zo gesteld. Zie de verdieping.	Volgens mij niet
Verdieping			
N.v.t.	<p><u>Zijn er opdrachtgevers van wie u wel een debiteurenlijst ontvangt?</u> Antwoord: Nee, volgens mij niet. Nu de laatste tijd met corona zijn er wel een paar opdrachtgevers waar aanvullende informatie is aangeleverd. Maar dit betreft voornamelijk afspraken over tijdelijke huurkorting i.v.m. de coronacrisis, niet specifiek een debiteurenlijst.</p>	<p><u>Ontvang je informatie over huurachterstanden van de opdrachtgever?</u> Antwoord: Alleen als er een indicatie is dat het niet goed zit, dan zoeken we er bewust naar, maar meestal zitten huurders er solide en lange tijd in. En krijg je wel een indicatie van de eigenaar als er iets aan de hand is.</p> <p><u>Vraag: Wordt de financiële positie van de huurder beschreven in het taxatierapport?</u> Antwoord: Nee.</p>	<p><u>Vraag: Ontvangt u die wel?</u> Antwoord: Nee ook niet</p> <p><u>Vraag: In hoeverre vindt u een debiteurenlijst relevante informatie voor het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst?</u> Antwoord: Eigenlijk wel. Het zegt wat over risico's en kasstromen bijvoorbeeld. Ik weet dat we de informatie met de corona crisis ook wel hebben opgevraagd, maar ASR was niet happig om de informatie te delen.</p>

		<p><u>Vraag: Is dan een SWOT analyse ook de plek waar je informatie over de sterkte of zwakte van een huurder kwijt kan?</u></p> <p>Antwoord: Ja, het hoort daar wel in thuis, maar het wordt zelden geraakt. In mijn praktijk is er zelden een indicatie daarvoor. Als toevoeging hierop het volgende: je hebt bij de taxatie van een winkel te maken met de regelgeving voor bedrijfsruimte conform artikel 219. Deze wetgeving is dusdanig dwingend rechterlijk. Als huurder en verhuurder heb je hierdoor weinig mogelijkheid om buiten de lijntjes te kleuren. Het Geeft soms niet nodige flexibiliteit die een locatie nodig heeft om bijvoorbeeld een start up kansen te gunnen.</p> <p><u>Vraag: Inderdaad de wetgeving geeft weinig kansen om buiten de lijntjes te kleuren en weinig mogelijkheden om huurder eruit te zetten, maar contract huur is ook van invloed op de taxatieberekening en kan lager of hoger zijn dan wat de markt betaald. De over huur correctie is van invloed op de waardering, bij een instabiele</u></p>	
--	--	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--

		<p><u>huurder zou je deze misschien niet mee moeten nemen?</u></p> <p>Antwoord: Klopt, maar we doen geen boekenonderzoek. Een huurder met 5 grote zaken, kan op sterven na dood zijn op liquiditeit. We Krijgen van de belegger vaak het recht niet om met de huurder te spreken. Als makelaar taxateur heb je wellicht nog andere belangen, maar als taxateur alleen heb ik geen belang en wil ik dus graag met de huurder spreken. Dan hoor je in 5 minuten meer dan in een lang gesprek met de eigenaar. Het is waardevol om met zoveel mogelijk partijen te spreken, maar we krijgen helaas niet altijd de kans.</p> <p><u>Vraag: Zou je in een debiteurenlijst dan toch relevant informatie kunnen zien?</u></p> <p>Antwoord: Het is een indicatie, maar de debiteurenlijst kijkt terug. Eigenlijk wil je een forecast. De huurder heeft misschien wel jackpot gewonnen. Ik heb liever de geconsolideerde jaarrekening van 3 of 4 jaar om volatiliteit van de liquiditeit in de gaten te houden en te kijken naar expansiedrift. Alleen</p>	
--	--	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--

		debiteuren is niet genoeg, Je zou veel meer moeten bekijken. Maar ze kijken je al vies aan als je vraagt naar omzet. Wat je wilt vaststellen is een indicatie van de draagkracht van de ondernemer.	
Vraag: Vindt u/In hoeverre vindt u de financiële positie van een huurder relevante info voor de berekening van de marktwaarde?			
Heel erg belangrijk. Het ligt eraan hoe gek de markt is. Als het minder gaat en er is druk op huurwaarden, dan is het belangrijk voor cash flow, financiering, belanghebbenden.	Het is wel belangrijk om uitschieters te benoemen. Bij Albert Heijn doe je bijvoorbeeld geen onderzoek naar de financiële positie. Maar als een onervaren ondernemer of historisch gezien een slechte ondernemer verantwoordelijk is voor de exploitatie, dan maak ik me wel zorgen. Een kapitaalkrachtige huurder die goed presteert waarden we hoger dan een lokale ondernemer waarvan we niet weten of die goed draait. Of waarover we horen dat hij slecht draait.	Beperkt.	Zeker ja.
Vraag: Doet u onderzoek naar de financiële positie van een huurder bij het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst?			
Dat ligt eraan. Als de huurder problemen heeft dan zeker. In geval van ASR zijn de meeste huurders goede huurders dan zou ik het niet specifiek benoemen in het taxatierapport. Als er iets speelt doen we een kredietcheck. Bij Hudson Bay hebben we hier zeker wel naar gekeken en ook naar de garanties.	Dat hangt af van de situatie zoals eerder genoemd	Nee	Zeker. Het begint vaak met geluiden uit de markt. Bijvoorbeeld ook bij Hudson's Bay zong het al rond dat het niet goed ging. Dat neem je wel mee in je taxatie.

Verdieping			
	<p><u>Vraag: Hebt u speciale manieren voor dat soort onderzoek?</u></p> <p>Antwoord: We gaan het niet met een kredietrapport uitzoeken, maar houden er wel rekening mee omdat we weten dat het bij sommige partijen slecht gaat en volgen de berichten om ons heen.</p>		<p><u>Vraag: Hebt u speciale manieren voor dat soort onderzoek?</u></p> <p>Antwoord: We kijken wel op websites als company.info. Dat doe ik zelf als het wat kleinere zelfstandige ondernemers zijn om te kijken of die financieel de huur goed kunnen betalen en verder altijd als je denkt dat het er niet rooskleurig uitziet. Bijvoorbeeld Hudson's Bay.</p> <p><u>Vraag: Doet u een officiële kredietcheck?</u></p> <p>Antwoord: Nee</p>
<u>Vraag: Vindt u de toekomstbestendigheid van de branche van de huurder relevante info voor de berekening van de marktwaarde?</u>			
<p>Geen specifiek onderzoek, maar binnen onze organisatie is er al veel bekend en worden dit soort zaken ook besproken in de overleggen. Ook zijn er marktrapportages waar ik gebruik van kan maken. Maar het is geen specifiek onderwerp. Ik kijk wel ook naar de alternatieve aanwendbaarheid van het object. Als het minder gaat is de huurder belangrijk, maar als het goed gaat is er altijd wel een ander te vinden.</p>	<p>Ja die nemen we wel mee, dat zit dan in het feit hoe groot acht je de kans dat de huurder blijft zitten. Op sommige plekken bijvoorbeeld waar veel mode is, zijn we kritischer of bijvoorbeeld als er veel winkels zijn uit de schoenenbranche. Voor beide branches geldt dat je extra kritisch naar de toekomst van de huurder kijkt</p>	<p>Ja.</p>	<p>Ja, onze researchafdeling schrijft daar rapporten over. Maar niet elke branche en bij elke taxatie.</p>

	<p><u>Vraag: Afhankelijk van het type object is de branche van de huurder dus wel degelijk belangrijk?</u></p> <p>Antwoord: Ja mode op de Kalverstraat is prima, maar mode in een wijkwinkelcentrum kan ingewikkelder zijn.</p>	<p><u>Vraag: Waar baseer je je op als je naar toekomstbestendigheid van de branche van de huurder kijkt?</u></p> <p>Antwoord: Heel divers. Alle banken want die hebben cijfers en trends. Beleggers die jaarverslagen en sectorverslagen doen. Standaard mails van de Nederlandse bank met daarin de gegevens van het Centraal Planbureau. Informatie van het Centraal Planbureau, met name de tweejaarlijkse forecast. Horeca dna (cijfers en trends).</p> <p><u>Vraag: Neem je iets over de toekomstbestendigheid van de branche op in het taxatierapport?</u></p> <p>Antwoord: Ja, het wordt vaak als kans of bedreiging opgenomen. Het zegt niet heel direct iets over de kwaliteit van het pand, daarvoor kijk je naar de stenen. Maar toekomstbestendigheid benoem je als er kansen of bedreigingen zijn. Je vertaalt die in de berekening in een positieve of negatieve yield.</p>	<p><u>Vraag: In hoeverre vindt u de toekomstbestendigheid van de branche van de huurder relevante informatie voor het uitvoeren van een Professionele Taxatiedienst?</u></p> <p>Antwoord: Ja als er een grote huurder in een pand zit in een branche die niet lekker loopt is het zeker relevante informatie. Dat is dan ook vaak minder interessant voor beleggers om te kopen.</p>
<p>Vraag: Is het de verantwoordelijkheid van de opdrachtgever of de huurder om financiële informatie respectievelijk op te vragen of aan te leveren?</p>			
<p>Beide</p>	<p>Niet aan de orde gekomen.</p>	<p>Beide. We moeten het eerst eens zijn dat dit informatie is die je nodig hebt voor het doen van een taxatie. De vraag is altijd als taxateur: ben ik volledig geïnformeerd. Dat spreken we ook af in offertes. De</p>	<p>Met allebei. Deels de eerste als je als taxateur denkt dat er mogelijk iets speelt, is het de verantwoordelijkheid van de taxateur, maar uiteindelijk weet de eigenaar het veel beter en die zou de</p>

		opdrachtgever tekent dat alle informatie er is en juist is. Maar er zit soms een bepaald belang bij. Ik zou graag een wet zien waarin de opdrachtgever verplicht wordt goede informatie te geven.	informatie dus sowieso moeten delen.
--	--	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------

Deel 2 De rekenmethode

Vraag: Welke rekenmethode hanteert u voor de taxatie van een winkel?			
Interview 1	Interview 2	Interview 3	Interview 4
<p>De BAR/NAR methode. Maar we kijken steeds meer naar performance van de huurder. De draagkrachtmethode doe je eigenlijk ook. Je vraagt je af: Is een bepaalde huurwaarde realistisch?</p>	<p>De BAR/NAR methode in geval van highstreet objecten en winkelcentra. Alleen bij sterk wisselende kasstromen, dan heeft DCF voorkeur. We doen ze eigenlijk altijd allebei. In DCF kun je kasstromen beter laten zien.</p>	<p>Je moet eigenlijk alle methodieken onder de inkomstenbenadering scharen en afhankelijk van de situatie bepalen welke methode het meest passend is. Hieronder valt ook de huurdraagkracht methode, je kijkt dan wat een ondernemer maximaal aan huur kan betalen op basis van zijn exploitatie. Aan de andere kant wordt in de praktijk voor een winkelstraatje in den haag de waarde vaak gebaseerd op de huur kapitalisatie methode en gaat een winkel voor 14 of 15 keer de contractuur. Bij een grote vastgoedbeleggers verwacht ik dan dat de discounted cashflow methode wordt gebruikt, maar dit is slechts een aanname.</p>	<p>De Kapitalisatie methode. Op basis van referentietransacties goed analyseren en dan het rendement eruit halen, dan kijken of er nog andere zaken spelen. Ik denk ook dat veel beleggers zo kijken, zeker de particuliere. Fondsen misschien iets minder. In de retail markt wordt de methode ook door beleggers het meest gebruikt.</p>
Vraag: Als er surseance is aangevraagd door een huurder neem je dat dan mee in je waardering? Zo ja, op welke manier?			
<p>Ja, maar dat is ook weer afhankelijk van de markt en de situatie. Kan ook positief uitpakken als een huurder vertrekt. Als ik dan een ander achter de hand heb, kan het ook positief zijn voor de huurprijs. Maar ik neem het wel op, omdat je de huurder er ook niet zo maar uitkrijgt.</p>	<p>Ja, we gaan uit van huurpenningen die de verhuurder in beginsel krijgt. In geval van surseance is dat een voorloper op faillissement of doorstart. Ik weet niet hoe dat procentueel is verdeeld. Het huurcontract geldt nog bij surseance, dus aan contractdata</p>	<p>Ja, je gaat de kans op leegstand vergroten in de taxatie. Stel de huurder heeft nog 4 jaar te gaan van zijn contract, dan verlaag je de kaspositie door het risico op leegstand naar voren te trekken. Je veronderstelt bij een faillissement</p>	<p>Ja. Dan is risico nog groter geworden dan moet je misschien ook kijken, zoals bijvoorbeeld bij Hudson's Bay of de expiratedatum nog realistisch is. Het zijn lange contracten met forse contante waarden huurverschillen. De vraag is of je dat nog ontvangt. Ten opzichte van fase</p>

	<p>veranderen we niks en aan de huurprijs ook niet. Maar het rendement wijzigt wel, dus de factor gaat naar beneden.</p>	<p>een leeg pand, dus je hebt dan een kasstroom loze periode.</p> <p>Als het faillissement is uitgesproken is het het meest simpel. Het inschatten van een huurvrije periode is lastig. Je hebt maar één huurder nodig. Als je die vindt, ga je wellicht tegen de markt in.</p> <p>Bij surseance ga je voor meer en minder huur corrigeren. Je kunt ook een correctie toepassen, als je weet wat de deal is. Je gaat spelen met meer en minder huur en gaat dan uit van een kasstroom loze periode.</p>	<p>1 is het lastig te zeggen, de vraag is of dat een heel lange fase is. Als je tussen twee taxaties zit, heb je misschien geen taxaties op de peildatum. Als duidelijk is dat het risico groter is geworden, doe je een nog grotere opslag in het rendement.</p>
Verdieping			
	<p><u>Vraag: Dus het risico van surseance verwerk je in het rendement? Beschrijf je het als bijzonder uitgangspunt.</u></p> <p>Antwoord: Het is geen bijzonder uitgangspunt, het is de feitelijke situatie. We zouden het wel als opmerking opnemen. Je gaat uit van een verhuurd object. Als je denkt dat de winkel leegkomt over aantal maanden kun je het in een DCF berekening in de tijd uitzetten dat er nog huurinkomsten zijn, dan leegstand, dan verhuur. In BAR/NAR</p>		

	ga je uit van een kapitalisatiefactor. Bij de berekening houd je rekening met een <i>lagere</i> factor en verwerk je het risico dus in het rendement.		
Vraag: Als er faillissement is aangevraagd door een huurder neem je dat dan mee in je waardering? Zo ja, op welke manier?			
Je gaat er op dezelfde manier mee om. Het is afhankelijk van de feiten op dat moment	Als het faillissement is aangevraagd maken we een inschatting wat de kans is dat er een doorstart komt. Als de kans groot is dat er geen doorstart komt, dan gaan we er op een gegeven moment van uit dat de huurder er niet meer is en neem je het op als leegstand . Met een leegstandscorrectie en met een huuropbrengst van nul. Leegstand, incentives en verhuurkosten nemen we dan op in de berekening van de taxatie.	Dan zou ik zeggen, ga ik uit van een faillissement. Dan ga ik alleen kijken naar de mogelijkheden voor een doorstart . Bv. Hema. In een dorp op het platteland, kies ik de minst positieve liquiditeit. Die inschatting ga je maken. In principe is er geen geld voor het betalen van de huur, tenzij er een doorstart komt. Dit is in feite een aandeelhouders situatie geen vastgoedpropositie	Als er nog niet is opgezegd. Dan is het erg afhankelijk van de vraag of doorstart realistisch is. Bijvoorbeeld D reizen start vaak door als Prijsvrij. Als er wordt opgezegd zet je de datum van opzegging en beschouw je hem als opgezegd, dus neem je leegstandscorrecties op. Als er niet is opgezegd en er is sprake van fors oververhuur, dan zet je het contract op per direct herzien, dus niet de meeruur meenemen, terwijl de huurder failliet is. Dan koopt een belegger ook niet. Als de huurder failliet is en doorstart is niet waarschijnlijk, ga je rekenen met leegstand . Bij Hudson's Bay was er veel sprake van herontwikkeling naar andere functies. Enkele misschien nog wel als retail, dan is het opgenomen met een leegstandstermijn.
Verdieping			
<u>Vraag: Is het een bijzonder uitgangspunt?</u>		<u>Vraag: Hoe laat je dat tot uiting komen in je taxaties?</u>	

<p>Antwoord: Het is geen bijzonder uitgangspunt, want het is waar. De huurder heeft surseance aangevraagd en dat doe je niet zomaar. Dit is op de taxatiedatum een feit en dus is het geen bijzonder uitgangspunt</p> <p><u>Vraag: Het wordt dus niet apart beschreven?</u></p> <p>Antwoord: Ja maakt er wel melding van, maar is het is geen bijzonder uitgangspunt, want een bijzonder uitgangspunt is niet de werkelijkheid. Feiten moet je melden.</p> <p><u>Vraag: Ga je uit van een verhuurd object?</u></p> <p>Antwoord: Ik zou een correctie opnemen dat hij niet betaalt, maar het contract bestaat nog. Je kan niet meer rekenen op de cashflow. Je moet inschatten hoe lang hij niet gaat betalen. Daarvoor moet je corrigeren of soms aangeven dat hij niet terugkomt.</p> <p><u>Vraag: Is het dan wel een bijzonder uitgangspunt?</u></p>		<p>Antwoord: In de yield bij NAR of BAR. Vanuit het perspectief van de koper of belegger kijk je ernaar. Het ziet er wel goed of niet goed uit. Bij DCF kun je verschillende aanpassingen doen zoals de groeivoet van de huur en leegstandsperiode en je kunt sleutelen aan het risico op exit etc.</p> <p><u>Vraag: Stop je dat dan in een correctie op de kasstromen of in je rendement?</u></p> <p>Antwoord: Ik werk met het hybride model van FLUX. De NAR is altijd inclusief een DCF, maar ik heb geleerd dat een belegger zijn yield aanpast en de kasstroom aanpast. Een belegger die het pand aankoopt neemt risico, dus zit er een hogere yield aan vast.</p> <p>In alle drie de fases van een faillissement doe je aanpassingen in de leegstandperiode en je verwerkt het in de yield. Ik denk dat het meer in de yield zit. Als er slechts geruchten zijn dan wordt in eerste instantie de yield aangepast als het werkelijkheid wordt dan is de kasstroom belangrijk.</p>	
--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--

<p>Antwoord: Nee nog steeds niet.</p> <p><u>Vraag: Als je de BAR/NAR methode gebruikt en er is sprake van surseance van betaling. Hoe laat je dit risico er dan in terugkomen?</u></p> <p>Antwoord: In de huur en het rendement. Als de huurder het moeilijk heeft en er is surseance, maar de gedachte is dat als de huur lager is, de huurder wel kan betalen, dan kun je daarop vooruitlopen.</p> <p><u>Vraag: Wat doe je als de huurder niet aan zijn betalingsverplichting voldoet en er nog geen sprake is van surseance?</u></p> <p>Antwoord: Ik ga afwegen hoe realistisch het is dat hij niet gaat betalen. Als dat risico er is, neem ik het mee. Dat doe ik door rendement te verslechteren, maar je kunt misschien beter zeggen dat je een bepaalde leegstandperiode meeneemt.</p> <p><u>Vraag: Heeft een faillissement of surseance van betaling invloed op de methode die je gebruikt?</u></p> <p>Antwoord: V&D heeft zijn zaken niet goed op orde. Hudson Bay wel. Dan</p>		<p><u>Vraag: Eigenlijk gaf je aan dat FLUX altijd beide rekenmethodes toepast. Kan je dit nader toelichten?</u></p> <p>Antwoord: FLUX heeft als basis de NAR. Input voor de NAR komt deels uit de DCF. De DCF gebruikt weer T=0 de input variabelen van de NAR. De uitkomst van dit hybride stuk levert een output BAR en die toets je aan de markt. Je kijkt of het past bij het marktbeeld. Voor veel losse pandjes in steden gaat het via kapitalisatie model. Maar hoe meer fluctuaties in de kasstroom en hoe groter object, hoe groter de noodzaak om een DCF berekening te doen.</p>	
-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--

<p>zou je huurwaardekapitalisatie kunnen gebruiken. Maar als er überhaupt geen vraag meer is, is het grote object misschien niet meer geschikt voor een winkelfunctie, maar wellicht is het wel bruikbaar voor iets anders. Dan kijk je wellicht meer naar een andere rekenmethode. Als retail geen kans van slagen meer heeft, denk je na over alternatieven en dan moet je andere methodes gebruiken.</p>			
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--	--	--

Deel 3 De faillissementen van V&D en Hudson's Bay

Vraag: Bent u betrokken geweest bij zowel de taxaties van de V&D en de Hudson's Bay en kunt u zich nog herinneren hoe er in beide situaties is om gegaan met het risico op een faillissement en uiteindelijk ook het werkelijk uitgesproken faillissement?			
Interview 1	Interview 2	Interview 3	Interview 4
<p>Ja. Het faillissement speelde bij beide huurders net rond de taxatiedatum. Dat maakte het onpraktisch. Fondsen willen zo snel mogelijk waarde. Je neemt informatie tot je, doet je waardering. Op de taxatiedatum maak je de waarde finaal. In dit geval wilde je hem finaal maken en kwam ineens het faillissement naar voren. Bij V&D was er al langer sprake van en had je de aanvraag al gehad als heronderhandeling, dat ging stapsgewijs. We deden dan weer een taxatie. Toen was ineens het doek gevallen. Bij Hudson Bay eigenlijk hetzelfde sentiment werd steeds negatiever. Zat ook al in taxatie. Ging hetzelfde.</p>	<p>Ja, ik ben zowel bij de taxaties van de V&D en de Hudson's Bay betrokken geweest. Ik weet het niet meer letterlijk, maar het risico was hoog, het waren lange contracten, waarvan in een keer niet zeker is dat ze uitgediend worden tegen de vastgestelde huurprijs. We hebben de rendementen er toen op aangepast. Van belang is dat V&D een belegging met laag risico was. Daar schreef je hoge factoren voor op. Dan zit je ineens met panden met heel veel lagen, waarvan de vraag in een keer was wie gaat het invullen. Als ze failliet gaan wat dan? In een keer werd het single tenant pand een multi tenant pand. We zijn er zo naar gaan kijken.</p>	<p>Nee, ik heb het op afstand waargenomen.</p>	<p>Ik ben zelf niet direct betrokken geweest bij de taxatie van V&D destijds. Deze zijn uitgevoerd door mijn collega. Wel ben ik betrokken geweest bij de taxaties van Hudson's Bay. De verwerking hiervan is grotendeels vergelijkbaar met de taxaties van V&D en is volgens de eerder vermelde werkwijze verwerkt.</p>
Verdieping			
<p><u>Vraag: Weet jij of er naar aanleiding van het faillissement nog wijzigingen in de taxatie zijn aangebracht omdat het faillissement daadwerkelijk was uitgesproken?</u></p>	<p><u>Vraag: Wat is het effect op de huurwaarde geweest?</u></p> <p>Antwoord: We zijn dus anders gaan kijken naar de markthuur en zijn scenario's gaan uitwerken voor andere bestemmingen.</p>		<p><u>Vraag: Hoeveel V&D's zijn er door jullie getaxeed?</u></p> <p>Antwoord: Zeker de helft.</p>

<p>Antwoord: Ik denk het wel. Maar gezien het hele voortraject was er ook al rekening mee gehouden. Ik kan het concept oktober van oktober vergelijken met de definitieve versie. Het is zeker nog aangepast.</p>	<p><u>Vraag: Zijn jullie in de taxatie van Hudson's Bay meteen overgestapt naar het alternatieve scenario?</u></p> <p>Antwoord: Jazeker, al in de eerste fases. We zijn dus naar alternatieve aanwendbaarheid gaan kijken. Dat wil niet zeggen dat de alternatieve aanwendbaarheid meteen de feitelijk taxatie was.</p> <p><u>Wat hebben jullie per fase in de taxaties aangepast?</u></p> <p>Antwoord: Fase 1 bij de vraag om huurverlaging is het aanpassen van het rendement. Fase 2 bij de surseance, toen is de klap nog verder door gegaan, maar dan heb je nog steeds V&D BV als huurder in de taxatie. Fase 3 bij de laatste stap als het faillissement definitief is, wordt er met leegstand gerekend. Pas in die fase ga je in de taxatie over van verhuurd naar leegstand met een nieuwe markthuur, nieuwe investeringen etc.. De meeste verhuurders zijn toen na gaan denken over wat gaan we hiermee doen.</p>		<p><u>Vraag: Zijn jullie in de taxatie van Hudson's Bay meteen overgestapt naar het alternatieve scenario?</u></p> <p>Antwoord: Op het moment dat wij de taxaties van Hudson's Bay hebben uitgevoerd was al bekend dat zij zouden vertrekken. Op dat moment hebben wij dus naar het alternatieve scenario gekeken.</p>
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

	<p><u>Vraag: Uiteindelijk lagen er allemaal alternatieven maar kwam Hudsons Bay toch als beste optie naar voren voor de meeste beleggers?</u></p> <p>Antwoord: Inderdaad de korte klap was toen om alles weer direct te vullen.</p> <p><u>Vraag: Bij Hudsons Bay ging het vervolgens vrij snel weer mis met het faillissement gegaan als gevolg. Zijn daar zaken anders gelopen t.a.v. de taxatie? Of ben je daar op dezelfde manier mee omgegaan?</u></p> <p>Antwoord: Ik denk grotendeels hetzelfde. Ze gingen failliet in 2018. Ook weer per eind van het jaar. De situatie was hetzelfde. De panden waren in hun geheel gehuurd met een bijdrage van de verhuurder. In het begin is markthuur bepaald op basis van wat Hudsons Bay betaalde, gecorrigeerd voor de bijdrage. Er is in de tussentijd door de verhuurders veel geïnvesteerd. In ruil daarvoor waren er hogere huren plus de huurgaranties die Hudsons Bay gaf: een 15-jarig contract met 10 jarige zekerheid van het moederbedrijf.</p>		
--	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--	--

Deel 4 De impact van de corona crisis

Vraag: Afgelopen jaar is de wereld overvallen door de uitbraak van het COVID-19 virus. Ook de winkelmarkt is hier zwaar door geraakt en er is een grote kans dat er een golf aan faillissementen aan zit te komen. Op welke manier heeft u dit in de berekening van de marktwaarde verwerkt?

Interview 1	Interview 2	Interview 3	Interview 4
<p>Faillissementen blijven wel uit, maar de bedrijven liggen nog aan het infuus. Trend die we zien begon al voor corona. De sneeuwbal is alleen sneller gaan rollen. Aan het begin van corona was er enorme druk op de huurwaarde. De trendbreuk was er al. Je ziet het met name in de huurwaarde. Bedragen zijn niet meer haalbaar. Banken financieren retail niet meer en je ziet het in transacties en biedingen.</p>	<p>In het 1^e kwartaal waren de taxaties in concept al klaar. In het 2^e kwartaal werd de situatie duidelijker maar de marktinformatie die er toen was, was gebaseerd op de periode voor corona. Maar die was niet correct. We hebben toen huurcorrecties opgenomen. Dus kortingen die verhuurders gingen verstrekken. Dat is ook uitgekomen. Zo hebben we in het begin kortingen berekend op basis van branche en ligging. Later werd duidelijker dat supermarkten niet geraakt werden en wijkwinkelcentra ook niet, dus daarvoor namen we geen correcties meer op. In grote steden waar toeristen en dagjesmensen weg bleven zijn de grootste kortingen opgenomen.</p>	<p>Ik heb toen gekeken naar de waarde van aandelen van grote makelaarskantoren. Dat heb ik meegenomen in de tekst van het rapport. De markt verwacht dat grote makelaarskantoren geen geld meer gaan verdienen en dus is er zwaar weer op komst. De daghandel op de beurs laat zien wat het sentiment is. Maar ik doe dat al een half jaar al niet meer omdat de markt is gestabiliseerd.</p>	<p>Nu nemen we geen huurkortingen meer op in de taxatie, als het niet met de huurder is afgesproken. Dat deden we wel aan het begin van de uitbraak. 30 juni 2020 namen we een correctie op van drie maanden markthuur als huurkorting. Het was puur een tijdelijk effect.</p>
Verdieping			
<p><u>Vraag: Kijkt u nu nog wel meer specifiek naar bijvoorbeeld de branche?</u></p> <p>Antwoord: Je kijkt wel heel goed naar wat er zit en wat voor type</p>	<p><u>Vraag: Hoe heb je die kortingen verwerkt?</u></p> <p>Antwoord: Als huurcorrectie. We zijn ervan uitgegaan dat verhuurders 6 maanden korting zouden geven.</p>	<p><u>Vraag: Komt dat omdat het een korte termijn effect is of omdat het moeilijk in te schatten is?</u></p> <p>Antwoord: Je moet wel de informatie hebben en het gemiddelde als risico</p>	<p><u>Vraag: Kijkt u nu nog wel meer specifiek naar bijvoorbeeld de branche?</u></p> <p>Antwoord: In het afgelopen jaar is er wel flink afgewaardeerd in</p>

<p>huurder je hebt. Dat doet een mogelijke koper ook. Bioscoop nu is wel anders dan bioscoop toen.</p>	<p><u>Vraag: Dat is dus anders dan bij faillissement want dat doe je in het rendement. Hoe kijk je tegen die twee verschillende manieren aan?</u></p> <p>Antwoord: Het verschil is dat bij een faillissement heeft één specifieke huurder een probleem, dus daar gaan we de factor voor aanpassen. Tijdens corona konden we taxaties niet onderbouwen op een manier die rekening hield met corona. Je moet toch waarde bepalen daarom hebben we voor deze manier gekozen. Gedurende de kwartalen kwam er steeds meer markt informatie omdat er toch verhuurd en verkocht werd. Als er transacties zijn kun je taxeren, dus kortingen meenemen hoefde niet meer en we konden weer stoppen met de correcties.</p> <p><u>Vraag: Kon je het toen weer in het rendement stoppen?</u></p> <p>Antwoord: Als er surseance is gaat de winkel 9 van de 10 keer failliet of start door. Dan gaan we de factor van die unit anders inschatten. Als hij failliet is, is hij leeg.</p>	<p>zit in de yield. Het zou daar ook in opgenomen horen te zijn. Ik denk dat het heel individueel is waar de klappen vallen. Winkeliers hebben geen spaargeld meer. Voor de hele grote winkeliers heeft de NAW regeling ruimte gegeven. Ik denk dat wat ik merk is concreet in Utrecht bijvoorbeeld dat Hoog Catharijne de stad leeg trekt. Dat is veel belangrijker dan het risico op faillissementen. Zelfstandige ondernemers in winkels zien dat winkels in de buurt leegkomen. Daardoor neemt het risico toe. Je neemt de achteruitgang van de straat mee, maar niet de individuele positie van de huurder. We houden er niet expliciet rekening mee, want in transacties van nu wordt al rekening gehouden met het corona risico. Ik denk dat in transacties van nu ermee rekening gehouden wordt dat corona voorbij is. Iedereen die nu koopt, weet het.</p> <p><u>Vraag: Een jaar terug waren er nog geen transacties als referentie. Toen had je wel de keuze om te corrigeren of niet omdat je geen concrete informatie had. Wat heb je toen gedaan?</u></p>	<p>markthuur en rendement. In het rendement is zeker de branche meegenomen</p>
--------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------

		<p>Antwoord: Ik heb toen gekeken naar de waarde van aandelen van grote makelaarskantoren. Dat heb ik meegenomen in de tekst van het rapport. De markt verwacht dat grote makelaarskantoren geen geld meer gaan verdienen en dus is er zwaar weer op komst. De daghandel op de beurs laat zien wat het sentiment is. Maar ik doe dat al een half jaar al niet meer omdat de markt is gestabiliseerd.</p>	
--	--	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--