
MASTERPROOF

**Actief versus passief, bezit versus schuld, vastgoed versus financiering:
Marktwaarde versus nominale waarde?**

Postdoctorale Opleiding Vastgoedkunde
Jaargang 1999-2001
drs. Eric Hartkamp RA
Amsterdam, 15 augustus 2001

Begeleider SBV: de heer mr. T. Berkhout MRE

Begeleider PwC: de heer drs. R.H.C. Lotze RA

Inhoud

1. Inleiding	5
1.1 Vastgoedbeleggingsinstellingen	5
1.2 Jaarrekening	6
1.3 Probleemstelling	6
1.4 Plan van aanpak	8
2. Normen	9
2.1 Wettelijke normen	9
2.2 Buitenwettelijke normen	10
2.2.1 RJ	10
2.2.2 IASC	10
2.3 Algemene uitgangspunten jaarrekening	11
2.3.1 Algemene bepalingen	11
2.3.2 Beginselen	11
2.3.2.1 Individuele waardering	11
2.3.3 Te hanteren grondslagen	12
2.4 Evaluatie	12
3. Activa	13
3.1 Hoofdindeling	13
3.2 Nederland: Waardering beleggingen in vastgoed	14
3.3 Nederland: Waardering overige financiële beleggingen	15
3.4 Toelichting	16
3.5 IAS: Waardering vastgoedbeleggingen	16
3.6 Waardevermindering activa	17
3.7 Beleggingsresultaat	18
3.8 Resumerend	18
4. Passiva	19
4.1 Hoofdindeling	19
4.2 Specificatie	19
4.3 Langlopende schulden	20
4.3.1 Begripsbepaling	20
4.3.2 Waarderingsgrondslag	21
4.3.3 Toelichting	22
4.3.4 Disagio	23
4.3.5 Ratiovoorwaarden	23
4.4 Niet uit de balans blijvende verplichtingen	24

1 Inleiding

1.1 Vastgoedbeleggingsinstellingen

Direct beleggen in vastgoed kan voor particuliere investeerders minder aantrekkelijk zijn indien de belegger daarmee een langetermijninvestering dient te verrichten zonder tussentijds in de gelegenheid te zijn de belegging van de hand te doen. Vanwege de in juridisch opzicht bewerkelijke stappen die dienen te worden gezet om vastgoedobjecten te verwerven en daarna van de hand te doen en vanwege de bijzondere expertise die is vereist voor de selectie van deugdelijke beleggingspanden, is indirect investeren in vastgoed door middel van een deelneming in een vastgoedbeleggingsinstelling aantrekkelijk. Daardoor profiteert men van de deskundigheid bij de beleggingsinstelling terzake van de selectie en het onderhoud van de vastgoedbelegging en tegelijkertijd is men niet verbonden aan de juridische gecompliceerde transacties in het kader van verwerving en vervreemding. Ook wordt daarmee vermeden dat de particuliere belegger zelfstandig alle middelen op tafel moet leggen om het vastgoedobject te verwerven. Voor ontwikkelaars van vastgoed is de financiering ervan door middel van een beleggingsinstelling aantrekkelijk, omdat daardoor additionele middelen kunnen worden aangetrokken voor de verwerving van het vastgoedobject zonder daarbij uitsluitend afhankelijk te zijn van vreemdvermogenfinanciers (zoals banken, pensioenfondsen en andere institutionele beleggers).

Vastgoedbeleggingsinstellingen zijn instellingen die gelden of andere goederen buiten besloten kring ter collectieve belegging vragen of krijgen om de deelnemers in de opbrengst van de belegging te doen delen. De instelling kan een beleggingsmaatschappij of een beleggingsfonds zijn. Een beleggingsmaatschappij is een beleggingsinstelling met rechtspersoonlijkheid. Veelal gaat het om een naamloze vennootschap, waarbij de aandelen in de naamloze vennootschap de rechten van de deelneming zijn. Het beleggingsfonds bezit geen rechtspersoonlijkheid: het is vermogen dat ten behoeve van de deelnemers wordt beheerd en bewaard door derden. Qua functioneren kunnen beleggingsinstellingen worden beschouwd als intermediairs tussen deelnemers en beleggingsobjecten.

Deelnemers zijn aandeelhouder of deelhoudende in een beleggingsinstelling.

Vastgoedbeleggingsinstellingen beleggen de verkregen gelden collectief in een aantal objecten teneinde de deelnemers in de opbrengsten van de beleggingen te doen delen. In deze masterproof zal alleen worden ingegaan op Nederlandse (ter beurze genoteerde) vastgoedbeleggingsinstellingen.

1.2 Jaarrekening

Om de (potentiële) beleggers en overige belanghebbenden te informeren over de uitkomsten van het gevoerde beleid, stellen vastgoedbeleggingsinstellingen externe financiële verantwoordingen op, waaronder de jaarrekening. Deze masterproof wordt geschreven vanuit het perspectief van de externe accountant wiens taak het is deze jaarrekeningen te controleren. Vanuit de totale groep belanghebbenden wordt in deze masterproof uitsluitend naar de (potentiële) beleggers gekeken.

De jaarrekening geeft volgens normen die in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd een zodanig inzicht dat een verantwoord oordeel kan worden gevormd omtrent het vermogen en het resultaat, alsmede voorzover de aard van een jaarrekening dat toelaat, omtrent de solvabiliteit en de liquiditeit van de rechtspersoon.¹ Onder jaarrekening wordt verstaan het geheel van:

- Balans
- Winst- en verliesrekening
- De toelichting op deze stukken

In de jaarrekening dient een getrouw beeld gegeven te worden van vermogen en resultaat. Dit getrouwe beeld is de resultante van de keuzes die tijdens het opstellen van de jaarrekening gemaakt kunnen c.q. dienen te worden. Eén van de belangrijkste keuzes daarbij is de waarderingsgrondslag die gekozen wordt.

De vastgoedbeleggingen, de belangrijkste post van de actiefzijde van een vastgoedbeleggingsinstelling, worden over het algemeen gewaardeerd op basis van actuele waarde. De belangrijkste passiefpost, de met de vastgoedbeleggingen samenhangende financiering, wordt gewaardeerd op nominale waarde.

1.3 Probleemstelling

In de informatieverstopping van vastgoedbeleggingsinstellingen is veel aandacht voor de beleggingsobjecten. Op zich is dit logisch gelet op de materialiteit van deze post in de balans van het fonds en de uit de beleggingen resulterende baten en lasten. Over de waardering van de beleggingen in vastgoed is reeds veel gezegd en geschreven.

Weinig onderzoek noch literatuur is echter beschikbaar inzake de met de beleggingsobjecten samenhangende passiefposten, waarbij met name de financiering met vreemd vermogen van belang is.

¹ art. 362.1 eerste zin

Het doel van deze masterproof is aandacht te besteden aan deze financiering. Mijns inziens wordt te gemakkelijk de waarderingsgrondslag nominale waarde voor de financiering met vreemd vermogen toegepast waardoor barsten kunnen ontstaan in het getrouwe beeld dat de externe financiële verslaggeving van beleggers in vastgoed behoort te dienen. Het is verbazingwekkend dat de waarderingsgrondslagen voor de vastgoedbeleggingen (over het algemeen actuele waarde) en die voor de daarmee verbonden financiering met vreemd vermogen (nominale waarde) van elkaar afwijken. Indien gepretendeerd wordt door de vastgoedbeleggingsinstellingen dat zij hun jaarrekening op basis van actuele waarde opstellen lijkt deze gedragslijn hiermee strijdig.

De probleemstelling luidt:

Is het mogelijk de waarderingsgrondslag actuele waarde toe te passen op de financiering met vreemd vermogen van de vastgoedbeleggingen, en, zo ja, wat is hiervan de (cijfermatige) invloed en wat voegt dit toe aan het inzicht dat een jaarrekening dient te geven?

De uitwerking van deze probleemstelling zal zich met name richten op de traditionele wijze van rapporteren door de vastgoedbeleggingsinstellingen in de vorm van de jaarrekening. Daarnaast zal ingegaan worden op nieuwe methoden van rapporteren die inmiddels naast de jaarrekening opgang vinden, en de mate waarin financiering hierin aandacht krijgt.

Voor de focus op de jaarrekening zijn aan de probleemstelling de volgende vragen af te leiden:

- Welke passiefposten zijn te onderscheiden in de jaarrekening van vastgoedbeleggingsfondsen;
- Welke waarderingsgrondslagen gelden voor deze passiefposten;
- Welke eisen worden gesteld aan de toelichting van de passiefposten;
- Hoe verhouden deze grondslagen en eisen zich met de voorgeschreven waardering van en toelichting op de activa (met name de beleggingen);
- Biedt het regelgevende kader op het gebied van externe verslaggeving in theorie de mogelijkheid actuele waarde toe te passen op de financiering met vreemd vermogen;
- Hoe kunnen de actuele waardebegrippen, die voor de waardering van de activa beschikbaar zijn, in theorie toegepast worden op de financiering met vreemd vermogen;
- Zo ja, welke consequenties heeft dit voor de jaarrekening;
- Is de theorie toe te passen in de praktijk;
- Zo ja, wat is de cijfermatige invloed hiervan op de jaarrekening;
- Wat vinden analisten van vastgoedbeleggingsinstellingen van het toepassen van actuele waarde op de financiering met vreemd vermogen;
- Wat zijn de gevolgen voor het inzicht dat de jaarrekening dient te geven indien de financiering met vreemd vermogen wordt gewaardeerd op basis van actuele waarde.

2 Normen

Bij het informeren van (potentiële) deelnemers door middel van een jaarrekening, dient een beleggingsinstelling te voldoen aan normen die in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd. De jaarrekening moet inzicht geven in vermogen, resultaat, solvabiliteit en liquiditeit.

Deze normen kunnen wettelijke en buitenwettelijke normen betreffen. Voorbeelden van wettelijke normen zijn Boek 2 titel 9 BW, algemene maatregelen van bestuur, de Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb), het daarop gebaseerde Besluit toezicht beleggingsinstellingen (Btb) en de (supranationale) richtlijnen van de Europese Unie.

Voorbeelden van buitenwettelijke normen zijn de Richtlijnen van de Raad voor de Jaarverslaggeving (RJ), richtlijnen van het International Accounting Standards Committee (IASC)² en regels voor de jaarrekeningen van multinationale ondernemingen, opgesteld door de OESO.

2.1 Wettelijke normen

De externe verslaggeving van beleggingsinstellingen is in algemene zin onderworpen aan Boek 2 titel 9 BW. In afdeling 12 (Bepalingen omtrent rechtspersonen van onderscheiden aard) zijn in art. 401 aanvullende bepalingen voor beleggingsmaatschappijen opgenomen. Genoemd worden:

- Een verwijzing naar de Wtb, waardoor alle instellingen, waaronder dus ook vastgoedbeleggingsinstellingen, aan wie een vergunning ingevolge de Wtb is verleend aan de bepalingen van titel 9 zijn onderworpen;
- Het toelaten van waardering van beleggingen tegen marktwaarde en het verwerken van (ongerealiseerde) waarderingsverschillen via de winst- en verliesrekening of het vermogen.

De Wtb en bijbehorende uitvoeringsbesluiten stellen specifieke eisen aan de jaarverslaggeving, halfjaarberichten en prospectus van een beleggingsinstelling. Tevens zijn in het Besluit modellen jaarrekening separate voorschriften voor de balans en winst- en verliesrekening van beleggingsmaatschappijen opgenomen. Deze modellen zijn tevens, voorzover relevant, van toepassing voor vastgoedbeleggingsinstellingen.

² Braam, Een beschouwing over externe financiële verslaggeving door beleggingsinstellingen

2.2 Buitenwettelijke normen

2.2.1 RJ

In de Richtlijnen van de RJ zijn de internationale standaarden van het IASC verwerkt voorzover voor Nederland aanvaardbaar, evenals de uitspraken van de ondernemingskamer en de arresten van de Hoge Raad, voorzover van algemeen belang. Het inzicht dat de jaarrekening dient te geven vindt zijn basis in ‘normen die in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd’ (art. 2:362, lid 1 BW). In de ontwikkeling van de normen spelen de Richtlijnen en de jurisprudentie een belangrijke rol. Gezien de samenstelling van de Raad voor de Jaarverslaggeving (met representanten van verschaffers, gebruikers en controleurs van jaarrekeningen van ondernemingen) kan worden betoogd dat de Richtlijnen een weerslag zijn van normen die in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd.

In Richtlijn 615 heeft de RJ nadere regelgeving voor de verslaggeving van beleggingsinstellingen geformuleerd. Zo wordt uitvoerig ingegaan op de waardering van de beleggingen en op de in de toelichting te verstrekken informatie. Hierop zal in het volgende hoofdstuk nader worden ingegaan.

2.2.2 IASC

De Europese Commissie hecht groot belang aan een meer uniforme financiële verslaggeving in de Unie. Dit is vooral van belang voor de concurrentieverhoudingen en het kapitaalverkeer in Europa. In een officieel beleidsdocument (Accounting Harmonisation: A new strategy vis-à-vis International Harmonisation) spreekt de Europese Commissie uit dat zij in het kader van de harmonisatie van verslaggevingsstandaarden de voorkeur geeft aan te sluiten bij de activiteiten van het IASC boven een aanpassing van de bestaande Europese Richtlijnen (4e en 7e richtlijn) op dit gebied. In juni 2000 is het voorstel van de Europese Commissie gepubliceerd om Europese ter beurse genoteerde ondernemingen te verplichten om uiterlijk in 2005 de geconsolideerde jaarrekening op basis van International Accounting Standards (IAS) te maken.

2.3 Algemene uitgangspunten jaarrekening

2.3.1 Algemene bepalingen

Bij de keuze van de waarderingsgrondslagen en van de grondslagen voor de bepaling van het resultaat, die worden toegepast in de aan haar jaarrekening ten grondslag liggende financiële administratie, dient een rechtspersoon zich te laten leiden door de volgende algemene bepalingen:

- De jaarrekening dient volgens normen die in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd een zodanig inzicht te geven dat een verantwoord oordeel kan worden gevormd omtrent het vermogen en het resultaat, alsmede voorzover de aard van de jaarrekening dat toelaat, omtrent de solvabiliteit en de liquiditeit van de rechtspersoon;
- De balans met de toelichting geeft getrouw, duidelijk en stelselmatig de grootte van het vermogen en zijn samenstelling in actief- en passiefposten op het einde van het boekjaar weer;
- De winst- en verliesrekening met de toelichting geeft getrouw, duidelijk en stelselmatig de grootte van het resultaat van het boekjaar en zijn afleiding uit de posten van baten en lasten weer.

2.3.2 Beginselen

De bij het opstellen van de jaarrekening in acht te nemen beginselen zijn:

- Het voorzichtigheidsbeginsel en het realisatiebeginsel;
- Het toerekenings- en causaliteitsbeginsel;
- Het continuïteitsbeginsel;
- Bestendige gedragslijn;
- Individuele waardering;
- Afschrijvingen en waardeverminderingen onafhankelijk van het resultaat.

Het voert te ver om alle beginselen op deze plaats toe te lichten. Voor het vervolg van deze masterproof is het echter wel nodig nader in te gaan op het beginsel van individuele waardering.

2.3.2.1 Individuele waardering

Het beginsel van individuele waardering houdt in dat activa en passiva individueel gewaardeerd moeten worden indien zij in hun betekenis voor het inzicht dat de jaarrekening dient te geven verschillen. Activa en passiva die uit een oogpunt van het inzicht in het vermogen en resultaat als homogeen zijn te beschouwen kunnen echter als groep worden gewaardeerd.³ In hoofdstuk 5 zal worden teruggekomen op dit beginsel.

³ art. 385.1

2.3.3 Te hanteren grondslagen

De bij het opstellen van de jaarrekening te hanteren grondslagen betreffen:

- Waardering van activa, voorzieningen en schulden;
- Resultaatbepaling, waaronder periodetoerekening;
- Omrekening van vreemde valuta en de wijze van verwerking van koersverschillen;
- Presentatie;
- Criteria voor de geconsolideerde jaarrekening.

De waarderingsgrondslagen en de grondslagen voor resultaatbepaling omvatten tevens de schattingsmethoden en de factoren voor kwantificering van posten. Als algemeen uitgangspunt geldt: 'Voorzover niet anders is vermeld zijn de activa, de voorzieningen en de passiva opgenomen tegen nominale waarde'. De nominale waarde is de hoofdsom die te zijner tijd bij afwikkeling van de desbetreffende post zal worden ontvangen of betaald.

2.4 Evaluatie

Het is van belang vast te stellen dat de jaarrekening, bestaande uit balans, winst- en verliesrekening alsmede de toelichting, als geheel een getrouw beeld dient te geven. De balans van deze jaarrekening bestaat uit activa en passiva posten. Deze posten dienen op de voorgeschreven wijze te worden gewaardeerd en toegelicht opdat het getrouwe beeld daadwerkelijk wordt gepresenteerd. In de volgende hoofdstukken worden eerst de richtlijnen voor de activa besproken en vervolgens voor de passiva. In beide gevallen worden alleen de materiële balansposten behandeld.

3 Activa

In dit hoofdstuk komen achtereenvolgens aan de orde de hoofdingeling die is aan te brengen in de activa van een beleggingsinstelling, de voorschriften voor waardering van en toelichting op vastgoed en overige financiële beleggingen in Nederland, de voorschriften voor waardering van vastgoedbeleggingen volgens IAS en tot besluit de definitie van beleggingsresultaat.

3.1 Hoofdingeling

In het Besluit modellen jaarrekening zijn modellen voor de jaarrekening van beleggingsmaatschappijen opgenomen, deze modellen zijn tevens, voor zover relevant, van toepassing voor beleggingsfondsen. Voor de balans betreft dit de modellen Q en R en voor de winst- en verliesrekening model S. Volgens deze modellen zijn de activa van de beleggingsmaatschappij te verdelen in:

- Beleggingen;
- Vorderingen;
- Overige activa.

Het criterium voor het onderscheid tussen vaste en vlottende activa is gelegen in het antwoord op de vraag of de activa bestemd zijn om de uitoefening van de werkzaamheid van de rechtspersoon al dan niet duurzaam te dienen (art 2:364 lid BW). Uit de aard van de beleggingsinstelling vloeit veelal voort dat zij een actief beleggingsbeleid voert, zodat een voortdurende afweging plaatsvindt om te beoordelen of het aanhouden van de activa al dan niet wenselijk is. Voor beleggingsinstellingen is bovengenoemd onderscheidingscriterium derhalve moeilijk toepasbaar. Voor de overige activa, niet zijnde beleggingen, is het criterium wel toepasbaar en bestaat er geen verschil met andere ondernemingen.

Zoals uit bijlage 3 blijkt beslaan de vastgoedbeleggingen voor de 14 onderzochte Nederlandse beleggingsinstellingen gemiddeld meer dan 90% van het balanstotaal. Gelet op de materialiteit van deze categorie zal hierna daarom voornamelijk worden ingegaan op de waardering van de vastgoedbeleggingen. Om daar later bij de vergelijking met de passiva op terug te kunnen komen, wordt daarnaast kort ingegaan op de waardering van financiële beleggingen.

De waarderingsgrondslag voor de overige activa is de nominale waarde.

3.2 Nederland: Waardering beleggingen in vastgoed

Een beleggingsmaatschappij mag haar beleggingen tegen marktwaarde waarderen⁴. Het begrip marktwaarde is in Titel 9 Boek 2 BW en in het op grond daarvan uitgevaardigde Besluit Waardering Activa (BWA) niet gedefinieerd. Volgens het BWA komt als actuele waarde in aanmerking de vervangingswaarde, de bedrijfswaarde of de opbrengstwaarde. In hoofdstuk 5 zal worden teruggekomen op het BWA.

Voor beleggingen wordt onder marktwaarde verstaan het bedrag waartegen een goed (per balansdatum) in een actieve markt bestens kan worden verkocht, zonder rekening te houden met nog te maken transactiekosten⁵.

Waardering van beleggingen tegen reële waarde is bij beleggingsinstellingen algemeen gebruikelijk. Onder reële waarde, ook wel fair value, wordt verstaan het bedrag waarvoor een actief kan worden verhandeld of een verplichting kan worden afgewikkeld tussen ter zake goed geïnformeerde, tot een transactie bereid zijnde partijen, die onafhankelijk zijn. Indien niet tegen reële waarde wordt gewaardeerd dient in de toelichting op de jaarrekening de reële waarde te worden vermeld. Genoemde termen zijn de gebezigde termen in richtlijnen inzake externe verslaggeving. De binnen de vastgoedbranche gehanteerde term voor de vergelijkbare waarde is de onderhandse verkoopwaarde. Deze wordt gedefinieerd als de prijs bij onderhandse verkoop bij aanbidding (hetzij vrij van huur en gebruik, hetzij in verhuurde staat) en op de voor de onroerende zaak meest geschikte wijze, na de beste voorbereiding, door de meest biedende gegadigde zou zijn besteed.⁶

Het geldbedrag waartegen een beleggingsobject zou kunnen worden verhandeld (de reële waarde) is mede afhankelijk van de aard en de werking van de voor het beleggingsobject bestaande verkoopmarkt, van de beoogde aanwending van het beleggingsobject en van eventuele voor de beleggingsinstelling bijzondere verplichtingen verbonden aan de aan- of verkoop van het beleggingsobject. Voor vastgoed, waar geen sprake is van marktnoteringen, dient nadere invulling te worden gegeven aan de reële waarde.

De reële waarde van vastgoed wordt veelal bepaald door middel van taxatie, hetzij door interne hetzij door externe taxateurs. In de toelichting op de balans dienen de uitgangspunten voor de taxatie uiteengezet te worden waarbij tevens wordt vermeld of rekening is gehouden met transactiekosten. De reële waarde van vastgoed in exploitatie wordt veelal getaxeerd uitgaande van de marktwaarde van het object.

⁴ art. 401.2 eerste zin

⁵ RJ 615.202

⁶ Have, George G.M. Ten, *Taxatieleer Onroerende Zaken*

De definitie van de marktwaarde volgens de vastgoedbranche is de meest waarschijnlijke prijs waarvoor een onroerende zaak van eigenaar wisselt tussen een willige koper en een willige verkoper op de dag van de waardering, na beste voorbereiding en bijbehorende marketing, waarbij ieder van de partijen de beschikking heeft gehad over alle relevante actuele informatie en weloverwogen en zonder enige drang handelt.

Zoals uit bijlage 3 blijkt waarden 13 van de 14 onderzochte Nederlandse beleggingsinstellingen hun vastgoed op marktwaarde. Eén beleggingsinstelling waardeert haar vastgoed tegen historische kosten.

Voor vastgoed in ontwikkeling wordt de reële waarde bepaald door taxatie van het bedrag waartegen het object bij oplevering bestens kan worden verkocht onder aftrek van nog te besteden kosten. Indien de desbetreffende toekomstige reële waarde of de nog te besteden kosten slechts met grote mate van onzekerheid getaxeerd kunnen worden dient de reële waarde benaderd te worden op basis van de (actuele waarde van de) reeds bestede kosten.

Bij gerede twijfel of de reeds bestede kosten terug verdiend kunnen worden, dient het vastgoed tegen de lagere opbrengstwaarde van het project in het bestaande stadium van ontwikkeling te worden gewaardeerd.

Aangezien een beleggingsinstelling de vaste activa aanhoudt als belegging, is het voor een beleggingsinstelling aanvaardbaar afschrijvingen op vastgoed achterwege te laten, mits de reële waarde tenminste jaarlijks wordt bepaald. Dit in afwijking van art 2: 386 lid 4 BW.

3.3 Nederland: Waardering overige financiële beleggingen

Het in de voorafgaande paragraaf vermelde inzake de marktwaarde en de reële waarde geldt in algemene zin voor beleggingsinstellingen, dus ook voor die instellingen die beleggen in overige financiële beleggingen, anders dan vastgoed. Deze zijn onder te verdelen in:

1. aandelen, deelnemingsbewijzen en andere niet vastrentende waarden;
2. obligaties en andere vastrentende waarden;
3. vorderingen uit hypothecaire leningen;
4. vorderingen uit andere leningen;
5. deposito's bij kredietinstellingen;
6. andere financiële beleggingen.

In het kader van deze masterproof zijn met name de genoemde beleggingen ad 3 en 4 interessant. Onder de marktwaarde van een lening moet dan worden verstaan het bedrag waartegen de desbetreffende lening bestens kan worden verkocht, onder aftrek van nog te maken kosten.

Gelet op de onderling sterk verschillende voorwaarden van leningen en het feit dat er nauwelijks een markt is voor dergelijke leningen is de bepaling van de marktwaaarde zeker geen sine cure. Toch vindt er handel in dergelijke leningen plaats, denk aan securitisatie.

Daarnaast kan mogelijk aansluiting gezocht worden met de nadere invulling van het begrip marktwaaarde voor vastrentende waarden, waaronder onderhandse leningen, die kan worden bepaald op basis van de geldende rente voor de desbetreffende markt, rekening houdende met het specifieke debiteurenrisico. Daarbij wordt tevens de resterende looptijd en de mogelijkheid van vervroegde aflossing in acht genomen ⁷.

3.4 Toelichting

Aanvullende vereisten inzake de toelichting op de balans en de winst- en verliesrekening voor een beleggingsinstelling, in aanvulling op hetgeen in Boek 2 BW reeds is voorgeschreven ⁸ zijn:

- Sluitend overzicht van het verloop gedurende het boekjaar van de beleggingen, met minimaal de som van de verkrijgingen, de som van de vervreemdingen, de herwaarderingen en de koersverschillen;
- Samenstelling van de beleggingen per het einde van het boekjaar uitgesplitst volgens de maatstaven die het best passen bij het beleggingsbeleid;
- Vergelijkend overzicht opnemen over de drie laatste jaren per het einde van ieder jaar waarin onder andere wordt getoond: De intrinsieke waarde van de beleggingsinstelling (het volgens de balans zichtbare eigen vermogen van de beleggingsinstelling);
- Meedelen in hoeverre de beleggingen door een beëdigd taxateur zijn getaxeerd, alsmede de taxatiemethoden en de frequentie van de taxaties;
- Het bedrag aan verplichtingen, onderscheiden naar soort per einde van het boekjaar, die voortvloeien uit dekkingstransacties met betrekking tot koers- en wisselrisico in verband met de beleggingen;
- Het opnemen van een gespecificeerde opgave van die beleggingen die deelnemingen zijn waarin de beleggingsinstelling invloed van betekenis uitoefent of kan uitoefenen op het zakelijk en financiële beleid;
- Melden van persoonlijke belangen van directieleden en commissarissen.

3.5 IAS: Waardering vastgoedbeleggingen

Zoals reeds in paragraaf 2.2.2 is gememoreerd zal ten behoeve van de uniformiteit en de vergelijkbaarheid vanaf uiterlijk boekjaar 2005 toepassing van IAS verplicht zijn voor (in eerste instantie alleen) beursgenoteerde (vastgoed)vennootschappen.

IAS 40 regelt de verantwoording van vastgoedbeleggingen, voor boekjaren die beginnen op of na 1 januari 2001. Onder een vastgoedbelegging wordt in IAS verstaan: onroerend

⁷ RJ 615.210

⁸ RJ 615.4 Specifieke onderwerpen

goed dat wordt gehouden vanwege de verwachte waardeestijging en/of huurinkomsten, en niet voor gebruik in de productie of levering van goederen en diensten of administratieve doeleinden, of verkoop in het kader van de normale bedrijfsvoering. IAS 40 behandelt niet de wijze waarop deelnemingsrechten in beleggingsondernemingen moeten worden verantwoord.

Een van de verschillen tussen IAS 40 en de Nederlandse Richtlijn 615 betreft hun reikwijdte. IAS 40 richt zich vooral op vastgoedbeleggingen, terwijl Richtlijn 615 zich vooral concentreert op beleggingsinstellingen. IAS 40 is daarom specifiek en biedt ook andere dan beleggingsinstellingen de gelegenheid om hun vastgoedbeleggingen te onderscheiden van andersoortige beleggingen, en daarvoor specifieke verslaggevingsgrondslagen te hanteren.

De belangrijkste verschillen tussen IAS en de Nederlandse regels zijn⁹:

- Wijzigingen in de reële waarde van beleggingsobjecten moeten volgens IAS in de winst-en-verliesrekening worden verantwoord. Volgens de Nederlandse richtlijn worden deze wijzigingen ofwel onder de reserves opgenomen, ofwel in de winst-en-verliesrekening verantwoord;
- Volgens IAS moet voor alle tijdelijke verschillen tussen commerciële en fiscale waardering een belastinglatentie tegen nominale waarde worden opgenomen. Volgens de Nederlandse richtlijnen mogen latenties tegen contante waarde worden gewaardeerd;
- Een deel van de beheerskosten mag volgens IAS niet en volgens de Nederlandse richtlijnen wel aan de reserves worden toegerekend.

Voor een overzicht van de belangrijkste wijzigingen voor Nederlandse vastgoedfondsen door de conversie naar IAS wordt verwezen naar bijlage 2.

3.6 Waardevermindering activa

De Nederlandse wet- en regelgeving kent slechts een beperkt aantal regels op het gebied van de waardevermindering van activa. De belangrijkste zijn die met betrekking tot de waardevermindering van vaste activa. Hiermee dient rekening gehouden te worden indien deze naar verwachting duurzaam zijn. Naar aanleiding van het verschijnen van IAS 36 Impairment of Assets is een nieuwe ontwerp-Richtlijn opgenomen.¹⁰ IAS 36 is nagenoeg integraal overgenomen in deze nieuwe ontwerp-Richtlijn, die van toepassing is op alle rechtspersonen. Dit specifieke onderwerp zal in het vervolg van deze masterproof niet worden uitgewerkt.

⁹ Vergedaal – Ong en Degenhart

¹⁰ RJ 121* Bijzondere waardeverminderingen van vaste activa (ontwerp-Richtlijn)

3.7 Beleggingsresultaat

Onder het beleggingsresultaat van een beleggingsinstelling wordt verstaan het rendement van de instelling dat bestaat uit de gerealiseerde opbrengsten uit beleggingen, de waardeveranderingen van beleggingen alsmede overige resultaatcomponenten ¹¹.

Voor beleggingen waarvoor geen courante markt bestaat en/of geen regelmatige marktnoteringen bestaan, zoals beleggingen in vastgoed, hebben de ongerealiseerde waardeveranderingen een geringere betrouwbaarheidswaarde dan gerealiseerde waardeveranderingen. Het onderscheiden van waardeveranderingen bij beleggingen in vastgoed is voor de bepaling van het beleggingsresultaat echter niet van belang. Het is wel van belang voor de beoordeling van de kwaliteit van het beleggingsresultaat. De gerealiseerde waardemutaties kunnen een toetsing vormen van het realiteitsgehalte van de verantwoorde reële waarde van die beleggingen in het verleden. Gerealiseerde waardeveranderingen en overige gerealiseerde baten (zoals huurinkomsten) worden veelal gepresenteerd als direct beleggingsresultaat. Ongerealiseerde waardeveranderingen worden gepresenteerd als indirect beleggingsresultaat.

3.8 Resumerend

De spelregels die in acht genomen dienen te worden bij de waardering van vastgoedbeleggingen zijn uitgekristalliseerd: reële waarde, (ook wel fair value, onderhandse verkoopwaarde en marktwaaarde) is zowel in Nederland als in internationaal verband, de gebruikelijke gebruikelijke waarderingsgrondslag. Laten we nu eens inventariseren hoe dit voor de belangrijkste passiva is geregeld teneinde dit in hoofdstuk 5 te kunnen vergelijken met hetgeen in dit hoofdstuk is vastgesteld.

¹¹ RJ 615.303

4 Passiva

Evenals hoofdstuk 3 zal dit hoofdstuk aanvangen met de hoofdindeling voor passiva die in acht genomen dient te worden in de jaarrekening van een vastgoedbeleggingsinstelling. Aan de hand van een beoordeling van een aantal jaarrekeningen van Nederlandse vastgoedbeleggingsinstellingen wordt vervolgens vastgesteld welke passiefposten de meest materiële zijn. Voor deze posten worden de waarderingsgrondslagen en overige voorschriften inzake externe verslaggeving geïnventariseerd.

4.1 Hoofdindeling

De passiva van een beleggingsinstelling (kunnen) bestaan uit de volgende posten:

- Achtergestelde schulden;
- Voorzieningen;
- Langlopende schulden;
- Kortlopende schulden.

4.2 Specificatie

Teneinde vast te stellen welke van bovengenoemde passiva de meest materiële posten zijn, zijn de jaarrekeningen van boekjaar 2000 van een 14-tal Nederlandse vastgoedbeleggingsinstellingen bestudeerd. De verhoudingen van de te onderscheiden posten aan de passiefzijde van de balans ten opzichte van het balanstotaal zijn als volgt te specificeren:

Vastgoedbeleggingsinstelling	% eigen vermogen	% voorzieningen	% langlopende financiering	% kortlopende schulden
Corio	59%	1%	24%	16%
Dim	28%	1%	62%	9%
Haslemere	61%	0%	32%	7%
NSI	49%	0%	46%	5%
Rod. Asia	58%	0%	36%	5%
Rod. Europe	53%	2%	39%	6%
Rod. NA	41%	2%	54%	3%
Rod. Retail	74%	0%	21%	5%
Uni-Invest	48%	1%	46%	6%
Vgd Mixfonds	60%	0%	32%	8%
VastNed O-I	46%	1%	17%	36%
VastNed Retail	52%	1%	21%	25%
Wereldhave	58%	3%	24%	15%
Westersuyker	31%	3%	62%	4%
Totaal	51%	1%	38%	10%

Uit het bovenstaande overzicht blijkt dat naast het eigen vermogen, dat verder in deze masterproof niet zal worden uitgewerkt, de financiering van de beleggingen de belangrijkste post op de balans van een vastgoedbeleggingsinstelling vormt.

Deze financiering bestaat met name uit langlopende verplichtingen in de vorm van afgesloten (hypothecaire) leningen, de hieruit voortvloeiende kortlopende verplichtingen (de te plegen aflossingen in het volgende boekjaar) alsmede de kortlopende kredietfaciliteiten die genoten kunnen worden. Voor een uitgebreide specificatie van de bedragen en de balansverhoudingen wordt verwezen naar bijlage 4.

In bijlage 5 is een specificatie opgenomen van het aandeel van de interestlasten voortvloeiend uit de vreemd vermogen financiering ten opzichte van het nettoresultaat. Hieruit blijkt dat het gemiddelde aandeel van deze lasten in het nettoresultaat 44% belooft.

Gelet op de materialiteit van de financiering op de balans van de vastgoedbeleggingsinstellingen en de materialiteit van de daarmee samenhangende interestlasten op het resultaat wordt in het vervolg uitsluitend ingegaan op deze financiering.

4.3 Langlopende schulden

4.3.1 Begripsbepaling

Bij elk van de groepen der schulden wordt aangegeven tot welk bedrag de resterende looptijd langer is dan een jaar, met aanduiding van de rentevoet daarover (dit mag ook zijn de gemiddelde rentevoet van groepen leningen) en met afzonderlijke vermelding tot welk bedrag de resterende looptijd langer is dan vijf jaar.

Dientengevolge wordt in de balans onderscheiden tussen:

- langlopende schulden (met een resterende looptijd van meer dan één jaar);
- kortlopende schulden (met een resterende looptijd van ten hoogste één jaar).

Uit het voorgaande vloeit voort dat de in het volgende jaar vervallende aflossingen van langlopende schulden opgenomen worden onder de schulden op korte termijn.

Het korte-termijn-deel van een schuld op lange termijn behoeft niet onder de vlottende passiva te worden begrepen indien het de bedoeling is dit deel te vervangen door een lange-termijn-schuld en ook een redelijke zekerheid bestaat dat dit mogelijk is. In de toelichting dient dit te worden vermeld tezamen met de herfinancieringsvoorwaarden.

Afzonderlijk worden onder de langlopende schulden opgenomen de schulden aan respectievelijk ter zake:

- uit hoofde van effectentransacties aan commissionairs en anderen;
- converteerbare obligaties en andere (converteerbare) leningen;

- andere obligaties en onderhandse leningen;
- kredietinstellingen;
- te betalen wissels en cheques;
- groepsmaatschappijen;
- participanten en maatschappijen waarin wordt deelgenomen;
- belastingen en premies sociale verzekering;
- pensioenen;
- overige schulden;
- overlopende passiva.

4.3.2 Waarderingsgrondslag

Als hoofdregel voor de waardering van schulden (in de zin van financiering) dient aansluiting gezocht te worden bij het bepaalde in art. 384.1: 'Bij de keuze van een grondslag voor de waardering van een actief en een passief en voor de bepaling van het resultaat laat de rechtspersoon zich leiden door de voorschriften van art. 362.' Het algemene uitgangspunt van het artikel waarnaar wordt verwezen is dat de jaarrekening een getrouw beeld moet geven van vermogen en resultaat.

In art. 384 wordt als grondslag die in aanmerking komt de verkrijgingsprijs genoemd, waardoor vermoed wordt dat bij het opstellen van dit wetsartikel vooral aan activa is gedacht. Gewoonlijk wordt voor de schulden als grondslag gehanteerd waardering tegen nominaal bedrag, zijnde de hoofdsom van de lening die wordt genoemd in de overeenkomst waaruit schulden zijn ontstaan. Alleen voor enkele voorzieningen is de contante waarde uitsluitend of als alternatief aanvaardbaar. Onder de contante waarde van passiva wordt in dat geval verstaan de som van naar een bepaalde rentevoet gediscoteerde toekomstige uitgaven.

De vermelde waarderingsgrondslag in jaarrekeningrecht komt overeen met de bepalingen van de wettelijke regeling omtrent verbintenissen tot betaling van geldsommen. In art. 111 van BW Boek 6 is immers opgenomen dat een geldschuld (de verbintenis tot betaling van een hoofdsom) moet worden voldaan naar haar nominale bedrag, tenzij uit de wet, gewoonte of rechtshandeling anders voortvloeit. Dit beginsel wordt aangeduid als het nominaliteitsbeginsel. Overigens is deze regeling van regelend recht, hetgeen inhoudt dat partijen een andere regeling kunnen overeenkomen.

In hoofdstuk 5 zullen in dit verband de begrippen laagrentende respectievelijk hoogrentende leningen worden besproken. Voor dit soort leningen bestaan geen richtlijnen. Nochtans is aan deze begrippen in het 'Compendium voor de jaarrekening' aandacht besteed. Het compendium is te zien als een wegwijzer voor de praktijk inzake de jaarrekening.

Gelet op het belang dat in het verleden aan de eenvoud van behandeling van de schulden is toegekend, is op grond van praktische overwegingen door de instanties die verantwoordelijk zijn voor het uitvaardigen van richtlijnen op het gebied van externe verslaggeving, besloten geen verandering aan te brengen in de wijze van waardering van de schulden¹². Dat wil zeggen dat mede gemakshalve voor schulden de waardering op basis van nominale waarde is gekozen.

4.3.3 Toelichting

Aangegeven dient te worden voor welke schulden zakelijke zekerheid is gesteld en in welke vorm dat is geschied. Onder gestelde zekerheid vallen niet wettelijke preferenties welke soms een hogere rang hebben dan de gestelde zekerheid.

Voorts dient te worden meegedeeld ten aanzien van welke schulden de rechtspersoon zich, al dan niet voorwaardelijk, heeft verbonden tot het bezwaren of niet bezwaren van goederen; voorzover noodzakelijk voor het inzicht dat de jaarrekening moet geven. Daarbij is onder meer gedacht aan de zogenaamde positieve hypotheekclausule, die een toezegging tot hypotheekverlening inhoudt, al dan niet in die voege dat aan de kredietverlener onherroepelijke volmacht tot het vestigen van een zekerheidsrecht is gegeven, bijvoorbeeld indien een kredietplafond wordt overschreden.

Hetzelfde geldt voor zogenaamde pari-passu-clausules (bijzondere leningsvoorwaarden), die eveneens een toezegging tot hypotheekverlening inhouden voor het geval zich bepaalde omstandigheden voordoen.

Clausules als deze zijn dikwijls niet meer dan standaardbedingen in algemene kredietvoorwaarden. Zolang niets erop wijst dat de kredietwaardigheid van de rechtspersoon aan haar grens raakt en de bedingen ook acute betekenis kunnen verkrijgen mag de vermelding achterwege blijven. Echter bij een verslechtering van de financiële situatie ontstaat dan de moeilijke beslissing wanneer het moment is aangebroken dat vermelding van de clausule noodzakelijk is geworden.

Bij niet-vermelding in het verleden krijgt de mededeling nu een extra accent. Om praktische redenen wordt er derhalve in het algemeen de voorkeur aan gegeven de pari passu-clausule altijd te vermelden.

Aangegeven dient te worden tot welk bedrag schulden in rang zijn achtergesteld bij de andere schulden. De aard van de achterstelling dient te worden toegelicht. Presentatie als achtergestelde schuld in de vennootschappelijke respectievelijk geconsolideerde balans is slechts toegestaan indien de desbetreffende schuld is achtergesteld ten opzichte van alle andere schulden in de respectievelijke balansen.

¹² Overwegingen International Accounting Standards Committee, november 1976

Voor de geconsolideerde balans is dit eveneens van toepassing wanneer de achterstelling feitelijk niet geldt ten opzichte van alle schulden van de geconsolideerde maatschappijen, maar er als gevolg van de onderlinge aansprakelijkheden in groepsverband wel sprake is van achterstelling ten opzichte van alle andere in de geconsolideerde balans opgenomen schulden.

Van de schulden op lange termijn dient overigens te worden vermeld:

- afzonderlijk van elk van de groepen van schulden het bedrag der schulden met een resterende looptijd van meer dan vijf jaren. Het woord 'looptijd' doelt daarbij op de overeengekomen looptijd;
- de rentevoet, waar bij een groot aantal leningen een groepsindeling toegestaan zal zijn naar rentepercentage. Aan de wet beantwoordt niet de vermelding van enkel het gemiddelde rentepercentage;
- het bedrag van de aflossingen op leningen in het volgende boekjaar;
- de voorwaarden van conversie van converteerbare leningen.

Daarbij dienen te worden vermeld de gegevens inzake:

- gestelde zekerheden of andere kredietvoorwaarden;
- resterende looptijd meer dan vijf jaren;
- achterstelling;
- rente;
- aflossingen.

4.3.4 Disagio

Disagio ontstaat bij emissie van obligaties en ook leningen, beneden pari. Disagio bij uitgifte wordt ineens ten laste van het resultaat gebracht of geactiveerd en (als interest) gedurende de looptijd van de lening of gedurende een korter tijdvak geamortiseerd.

Het niet-geamortiseerde gedeelte wordt op de balans opgenomen onder de 'overlopende activa'. Het disagio moet afzonderlijk worden vermeld in de toelichting.

Indien het disagio wordt geactiveerd en 'afgeschreven' dient dit te geschieden onafhankelijk van het resultaat van het boekjaar.

De methode volgens welke de afschrijving wordt berekend dient in de toelichting te worden uiteengezet.

4.3.5 Ratiovoorwaarden

Bij leningen aan bedrijven stellen met name banken en institutionele beleggers in toenemende mate zogenaamde ratiovoorwaarden. Deze voorwaarden houden in dat leningen opeisbaar worden als bepaalde financiële verhoudingen bij de debiteuren beneden een overeengekomen minimum zakken.

Een en ander legt de ondernemingsleiding vaak sterke beperkingen op, door zich tot het inacht nemen van minimum financiële normen te verbinden bij het verkrijgen van een lening op lange of middellange termijn.

Het gevolg van de ratiovoorwaarden kan zijn, dat voor de onderneming de op lange termijn verkregen leningen, in geval van een ongunstige gang van zaken en financiële ontwikkeling, het karakter van langlopende leningen verliezen en veranderen in schulden op korte termijn.

Voorbeelden van beperkende voorwaarden zijn:

- minimumwerkkapitaalvoorwaarden
Het is daarbij mogelijk dat een minimum-current-ratio (vlottende activa tegenover vlottende passiva) als voorwaarde wordt gesteld.
In plaats van een current-ratio-eis kan ook een minimumwerkkapitaaleis worden overeengekomen, bijvoorbeeld als een absoluut bedrag, als een percentage van het permanent en lang vermogen, van het totaal der activa enz.
Een hoge current ratio c.q. werkkapitaaleis betekent dat de debiteur weinig speelruimte aan liquiditeit heeft om tijdelijke tegenvallers te overwinnen, zonder op de normen inbreuk te maken.
- dekking rentelasten en/of dekking dienst lening
Dit betreft de ratio's als: winst voor aftrek rentelasten en belasting/rentelasten en winst voor aftrek afschrijvingen, rentelasten en belasting/rentelasten en aflossingen.
Hierbij zijn diverse varianten mogelijk. Meestal worden belangrijke leaseverplichtingen bij deze ratio's bij de rentelasten meegerekend.
- solvabiliteits- en/of risicoverhoudingen
Dit betreft vooral beperkingen van de omvang van preferente schulden of concurrente lange schulden tot bepaalde percentages van:
 - eigen vermogen
 - bepaalde activa
 - totaal der activa.

In de jaarrekening dienen de desbetreffende ratiovoorwaarden te worden vermeld en toegelicht (de meest kritische ratio is daarbij het belangrijkste). Toelichting houdt daarbij ook in het aangeven hoe de ratio's worden berekend. Een verwijzing in de jaarrekening naar een passage in het jaarverslag van de directie is onvoldoende.

4.4 Niet uit de balans blijvende verplichtingen

Naast informatie die 'on balance' wordt verantwoord dienen materiële 'off balance' verplichtingen eveneens te worden verantwoord in de jaarrekening en wel in de toelichting. Een van de punten die hierbij genoemd moeten worden betreffen de belangrijke financiële verplichtingen voor een aantal toekomstige jaren, zoals die welke voortvloeien uit langlopende overeenkomsten.

Deze financiële verplichtingen dienen in de toelichting te worden vermeld, met afzonderlijke vermelding van de verplichtingen jegens groepsmaatschappijen, alsmede de looptijd. Voorzover zakelijke zekerheden zijn gesteld dienen deze te worden vermeld, evenals in welke vorm dat is geschied.

4.5 Jaarverslag

Het bestuur van een beleggingsinstelling dient een schriftelijk jaarverslag op te maken dat aan de jaarrekening dient te worden toegevoegd. In het jaarverslag wordt verantwoording afgelegd door het bestuur over het door hem gevoerde beleid. Het algemeen vereiste met betrekking tot de inhoud van het jaarverslag is dat de inhoud ervan niet strijdig mag zijn met de jaarrekening.

Het verslag dient getrouw beeld te geven omtrent de toestand op de balansdatum en de gang van zaken gedurende het boekjaar. Er dienen mededelingen te worden gedaan omtrent de verwachte gang van zaken, onder andere inzake (tenzij gewichtige belangen zich hiertegen verzetten) de financiering en aan de omstandigheden waarvan de ontwikkeling van de omzet en de rentabiliteit afhankelijk is.

Mede in aanvulling op de bepalingen inzake het jaarverslag van afdeling 7 van titel 9 boek 2 BW dient een beleggingsinstelling in het jaarverslag bovendien aandacht te besteden aan:¹³

- De doelstellingen van de instelling en het gevoerde beleggingsbeleid, ten minste in termen van rendement en risico;
- Het beleggingsresultaat over de laatste vijf jaren, gesplitst naar inkomsten, waardeveranderingen en kosten.

4.6 Resumerend

Uit de jaarrekeningen van vastgoedbeleggingsinstellingen blijkt dat de langlopende schulden (in casu de financiering) de meest materiële post van de passiefzijde van de balans zijn (het eigen vermogen daargelaten). De rentelasten uit hoofde van deze financiering drukken zwaar op het resultaat. Uit de evaluatie van de in acht te nemen bestaande spelregels voor externe verslaggeving blijkt dat de waardering volgens de voorschriften evident is (nominale waarde) en dat er met name een waslijst aan informatie verstrekt dient te worden in de toelichting. In het volgende hoofdstuk wordt een vergelijking met de actiefzijde gemaakt zoals in hoofdstuk 3 aan de orde is gekomen.

¹³ RJ 615-433 Aanvullende voorschriften voor het jaarverslag van de directie

5 Confrontatie

5.1 Inleiding

Zoals in hoofdstuk 3 is uiteengezet, is waardering van vastgoedbeleggingen op marktwaaarde toegestaan. De onderzochte Nederlandse vastgoedbeleggingsinstellingen maken vrijwel allemaal gebruik van deze mogelijkheid. De marktwaaarde is een uitwerking van het begrip actuele waarde. Veelal zijn de passiva het spiegelbeeld van de activa. Voor de waarderingsgrondslag van de met het vastgoed samenhangende financiering geldt dit echter niet: Deze wordt gewaardeerd op nominale waarde, zoals in hoofdstuk 4 is uiteengezet. In dit hoofdstuk wordt beoordeeld of het mogelijk is het begrip actuele waarde tevens toe te passen op de financiering.

5.2 Relatie vastgoed en financiering

Een jaarrekening dient als geheel een getrouw beeld te geven van het vermogen en het resultaat. Dit betekent dat de uitgangspunten en beginselen die gekozen worden bij het opstellen van de jaarrekening dit algemene adagium moeten dienen. De waarderingsgrondslagen en de keuze voor welke componenten van de jaarrekening de eventueel verschillende grondslagen gehanteerd gaan worden vormen een onderdeel van de te maken keuzes.

De onderzochte vastgoedbeleggingsinstellingen voldoen aan de geldende regelgeving inzake de waardering van hun vastgoedbeleggingen (marktwaaarde of historische kosten) en de waardering van hun schulden (nominale waarde). Voordat het concept actuele waarde voor financiering wordt uitgewerkt, hetgeen momenteel niet de geldende waarderingsgrondslag is, dient eerst geverifieerd te worden of het binnen het kader van de jaarrekening theoretisch toegestaan is deze gedachte te volgen.

Reeds in hoofdstuk 2 werd aangekondigd dat teruggekomen zou worden op het voor deze discussie belangrijke beginsel van individuele waardering. Dit beginsel houdt in dat activa en passiva individueel gewaardeerd moeten worden indien zij in hun betekenis voor het inzicht dat de jaarrekening dient te geven verschillen. Activa en passiva die uit een oogpunt van het inzicht in het vermogen en resultaat als homogeen zijn te beschouwen kunnen echter als groep worden gewaardeerd. Onder het als groep waarden wordt in ieder geval verstaan het hanteren van dezelfde waarderingsgrondslag voor de betrokken activa en passiva.

Zijn vastgoedbeleggingen en de financiering daarvan als homogeen te beschouwen? Zoals uit de bijlage 4 blijkt worden het totale vastgoed gemiddeld voor 38% gefinancierd met vreemd vermogen en voor het restant met eigen vermogen.

Anders dan bij andere ondernemingen (denk bijvoorbeeld aan een productieondernemingen) is het bij vastgoedbeleggingsinstellingen in veel gevallen zo dat financiering specifiek voor de verwerving c.q. vervaardiging van één of enkele individueel te identificeren vastgoedobjecten wordt aangetrokken. Zoals uit bijlage 7 blijkt is voor meer dan 50% van de financiering van de onderzochte vastgoedbeleggingsinstellingen sprake van hypothecaire leningen. De zekerheden voor de overige aangetrokken externe financiering wordt veelal niet vermeld in de betreffende jaarrekeningen. Deels zullen deze zekerheden uit hypotheekstellingen bestaan en deels uit de huurontvangsten.

Gelet op het feit dat bij vastgoedbeleggingsinstellingen de financiering veel gemakkelijker te koppelen is aan specifieke verwerving of verkrijging van de activa (in casu het vastgoedobject) is het mijns inziens aanvaardbaar en zelfs evident om bij dergelijke ondernemingen de relatie tussen vastgoed en de financiering te definiëren als homogeen.

Voor een deel kan voor deze conclusie aansluiting gezocht worden bij de discussie die fiscalisten met elkaar gevoerd hebben inzake het toerekenen van financieringskosten.¹⁴ In deze discussie is onder andere een aantal toerekeningsmethoden voor financieringskosten beschreven. Twee daarvan zijn:

- De historische methode, waarbij de historische samenhang tussen de investeringsbeslissing en de financieringsbeslissing de toerekening van de financieringskosten blijft bepalen;
- De mathematische methode, waarbij wordt aangenomen dat het vreemde vermogen pro rato aan alle vermogensbestanddelen wordt toegerekend.

De mathematische methode wordt onder andere verdedigd door de argumentatie dat een ondernemer de collectiviteit van zijn kapitaalgoederen dient te financieren. Deze kapitaalgoederen vormen een complex waardoor toerekening niet meer mogelijk is. Elke nieuwe financiering is op het geheel der reeds aanwezige activa gebaseerd. Op basis hiervan dient elk bedrijf weer te onderzoeken hoe het in zijn concrete situatie het beste financieren kan. Voor een productieonderneming die een groot arsenaal aan productiemiddelen nodig heeft om haar producten te fabriceren lijkt het inderdaad lastig om de financieringskosten toe te rekenen, tenzij voor de investering van één of enkele vergelijkbare productiemiddelen één financiering wordt aangetrokken. Voor vastgoed gaat deze redenatie niet op: daar wordt de financiering (vrijwel) altijd specifiek voor één of enkele duidelijk te identificeren vastgoedobjecten aangetrokken.

De mathematische methode is afgewezen omdat daarmee in feite ontken wordt dat er een meer specifiek verband bestaat tussen bepaalde activa en bepaalde financieringsmiddelen. Dit meer specifieke verband kan worden afgeleid uit historische gegevens en dit verband blijft bestaan zo lang niet uit andere gegevens blijkt dat het is verbroken.

Hoewel bovenvermelde een discussie is gevoerd door fiscalisten en niet door accountants, kan ook voor het onderwerp behandeld in deze masterproof aansluiting gezocht worden bij de uitkomsten.

¹⁴ Stevens, dr. L.G.M. Financieringskosten en fiscale winstbepaling

De historische methode gaat uit van de veronderstelling van een direct verband tussen de financiering en het betreffende actief, mijns inziens een belangrijk onderdeel van het begrip homogeniteit. Nogmaals, zeker voor vastgoed is een dergelijk verband bij vrijwel elke financiering aan de orde.

Op grond van bovenstaande concludeer ik dat vastgoed en haar financiering, gelet op de causaliteit tussen beiden, als een homogene groep beschouwd kunnen worden. Om die reden is het waarden van de financiering op actuele waarde, net zoals wordt toegepast op de met die financiering aangetrokken c.q. gerealiseerd vastgoed, niet alleen zinvol, doch vanuit de algemene gedachte van het geven van een getrouw beeld in de jaarrekening, wellicht noodzakelijk.

In navolging van de gedachte van homogeniteit kan afgevraagd worden of de vastgoedbelegging in de jaarrekening gesaldeerd dient te worden met de daarmee samenhangende financiering. Dit 'salderen' is echter verboden, waardoor voorkomen wordt dat activa en passiva die per balansdatum deel uitmaken van het vermogen van de rechtspersoon, niet in de jaarrekening worden opgenomen¹⁵. De financiering van het vastgoed vormt een zodanige materiële post voor het juiste inzicht in de vermogenssituatie van de vastgoedbeleggingsinstelling dat afzonderlijke presentatie essentieel is.

5.3 Actuele waarde van financiering

Zoals uit hoofdstuk 3 is gebleken kan voor interpretatie van het begrip actuele waarde voor activa aansluiting gezocht worden bij het BWA, alsmede bij de richtlijn voor beleggingsinstellingen. In de navolgende paragrafen wordt achtereenvolgens de parallel getrokken voor de waardering van financiering van vastgoed met het BWA en met de richtlijn voor beleggingsinstellingen.

5.4 Financiering en BWA ¹⁶

De beslisboom in het BWA teneinde vast te stellen welk actuele waarde begrip gehanteerd dient te worden is als volgt:

1. Indien wordt het goed vervangen: vervangingswaarde;
2. Indien het niet wordt vervangen en wel bestemd is voor de bedrijfsuitoefening: bedrijfswaarde
3. Indien niet wordt vervangen en niet bestemd is voor de bedrijfsuitoefening: opbrengstwaarde.

Indien het goed vervangen wordt en de opbrengstwaarde is lager dan de vervangingswaarde, dient voorzichtigheidshalve gewaardeerd te worden op de opbrengstwaarde.

¹⁵ RJ 130.301

¹⁶ Zie tevens Deepak Kulkarni, The valuation of liabilities

Indien het voornemen tot vervanging ontbreekt dan dient bij voortgezette aanwending in het bedrijf tegen bedrijfswaarde gewaardeerd te worden, ook al is de opbrengstwaarde hoger.

5.4.1.1 Vervangingswaarde

Bij activa wordt onder de vervangingswaarde verstaan het bedrag dat nodig zou zijn om in de plaats van een goed dat bij de bedrijfsuitoefening is of wordt gebruikt een ander goed te verkrijgen dat voor de bedrijfsuitoefening een in economisch opzicht gelijke betekenis heeft.

Bij de financiering kan de zinssnede 'in economisch opzicht gelijke betekenis' vertaald worden in eenzelfde uitgaande cash flow indien een nieuwe 'vervangende' financiering wordt aangetrokken.

5.4.1.2 Bedrijfswaarde

Bij activa wordt onder de bedrijfswaarde verstaan de waarde van het aan een goed of samenstel van goederen toe te rekenen deel van de netto-omzet, die kan worden verkregen met de uitoefening van het bedrijf waartoe het dient of is bestemd. Deze waarde kan bepaald worden door het berekenen van de contante waarde van de toekomstige cash flow die gegenereerd kan worden met behulp van de betreffende activa.

Parallel aan dit begrip kan de bedrijfswaarde voor financiering berekend worden als de contante waarde van toekomstige uitgaande cash flows die verbonden zijn aan de financiering. Bij het kiezen van de disconteringsvoet dient rekening gehouden te worden met de tijdsvoorkeur voor geld. Als mogelijke alternatieven voor deze disconteringsvoet worden genoemd: De geldende interestvoet voor de betreffende soort financiering of het rendement van de mogelijke investering die wordt gepleegd met de financiering. De laagste van de twee dient gekozen te worden. In principe zal dit de interestvoet zijn. Indien het rendement op de investering lager is dan de interest uit hoofde van de met de investering samenhangende financiering zou dat immers op termijn het einde van de onderneming betekenen. Eén van de algemene uitgangspunten voor het opstellen van een jaarrekening, zoals in paragraaf 2.3 genoemd, is het continuïteitsbeginsel. Daarom wordt geconcludeerd dat bij het berekenen van de contante waarde van de financiering uitgegaan kan worden van de op dat moment geldende interest voor soortgelijke leningen.

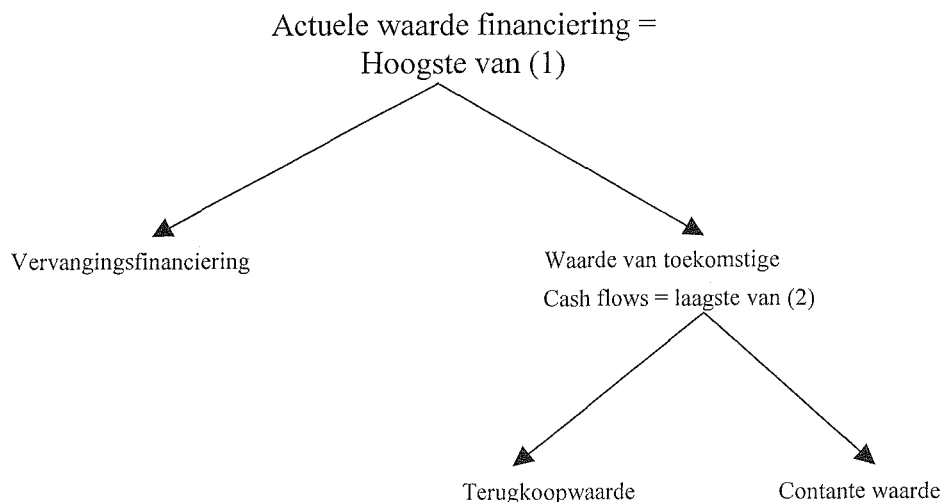
5.4.1.3 Opbrengstwaarde

Bij activa wordt onder de opbrengstwaarde verstaan de waarde waartegen een goed bestens kan worden verkocht, onder aftrek van de nog te maken kosten.

Als spiegelbeeld van dit begrip kan voor de financiering de waarde bepaald worden van het direct afstoten van de financiering. Deze waarde is hetzij de huidige, directe 'terugkoopprijs' van de financiering of een (vooraf) contractueel overeengekomen of onderhandeld bedrag.

5.4.1.4 Beslissingsproces

Binnen het BWA is een beslissingsboom opgesteld aan de hand waarvan in een concrete situatie bepaald kan worden welke waardering aangehouden dient te worden. Dit proces kan tevens worden toegepast op de financiering van het vastgoed¹⁷. Op grond van onderstaande beslissingsboom kan in concrete situaties gekozen worden welke uitkomst in een concrete situatie gekozen dient te worden:



- (1) Voorzichtigheidshalve wordt nu niet de laagste (zoals bij de activa) doch de hoogste waarde gekozen uit de beschikbare alternatieven;
- (2) Indien de financiering niet vervangen zal worden kan de onderneming volstaan met de waardering tegen het minimum van de terugkoopwaarde en de contante waarde.

5.4.2 Voorbeelden

5.4.2.1 Uitgangssituatie $t = 0$

Stel dat op $t = 0$ een vastgoedbeleggingsinstelling een lening aantrekt van euro 125, tegen 8% rente. De hiermee gepaard gaande jaarlijkse cash outflow bedraagt dan euro 10 (alleen interest, voor de eenvoud wordt afgezien van aflossingen). Deze lening wordt aangewend om euro 125 te investeren in een vastgoedobject. Voor de eenvoud wordt afgezien van eigen vermogen.

¹⁷ Deels gebaseerd op Deepak Kulkarni, The valuation of liabilities, gecompleteerd met eigen inzichten

De balans van deze instelling ziet er dan als volgt uit:

Activa		Passiva	
Vastgoed	125	Financiering	125
	<u>125</u>		<u>125</u>

De in de vorige paragraaf geformuleerde toepassingen van actuele waarde voor de financiering zijn op $t = 0$ aan elkaar gelijk (= euro 125). Op $t = 0$ en uitgaande van een goedwerkende markt voor financiering zullen de vervangingswaarde en de bedrijfswaarde van de financiering aan elkaar gelijk zijn. De terugkoopwaarde van de financiering dient groter of gelijk te zijn aan euro 125. Indien immers deze waarde lager zou zijn dan zou direct tot aflossing worden overgegaan na het aantrekken van de lening. Verondersteld wordt in dit voorbeeld dat de vervangingsfinanciering gelijk is aan euro 125.

5.4.2.2 Veranderende interest $t = 1$

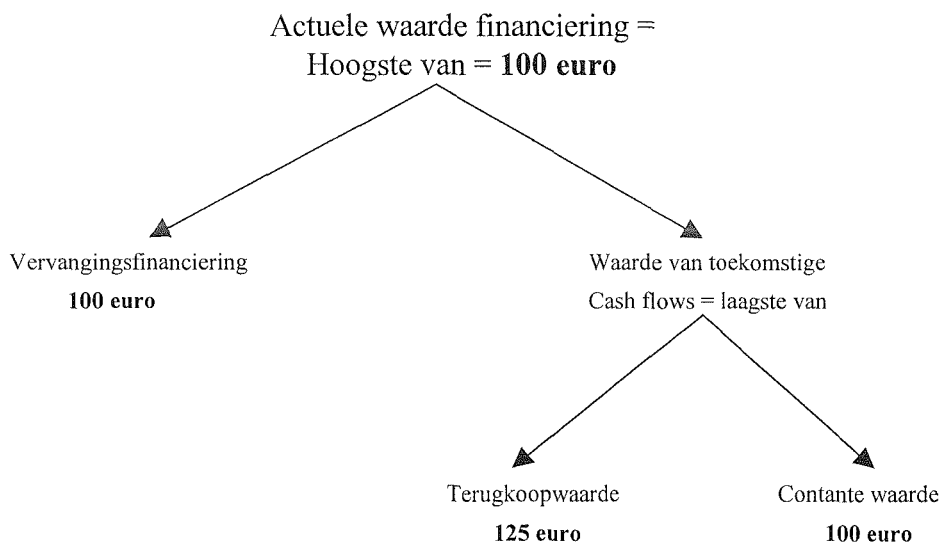
Stel dat op $t = 1$ de interest stijgt tot 10%. De lening is oorspronkelijk opgenomen tegen de marktrente van $t = 0$. Nadien is huidige marktrente van voor de vastgoedbeleggingsinstelling vergelijkbare financiering gestegen. Een dergelijke financiering wordt omschreven als een laagrentende lening.

Uitgaande van de gedachte van een gelijkblijvende cash flow van euro 10 is de vervangingswaarde van de financiering euro 100 ($10\% \times \text{euro } 100 = \text{euro } 10$).

De bedrijfswaarde is gelijk aan de contante waarde van de toekomstige cash outflows. Uitgaande van een uitgaande cash flow van euro 10 en een interestvoet van 10% is deze contante waarde euro 100 (= euro 100 : 10%).

De directe terugkoopprijs wordt verondersteld contractueel overeengekomen te zijn op euro 125.

Door de beslissingsboom te doorlopen wordt geconcludeerd dat binnen deze gedachte de actuele waarde van de financiering euro 100 bedraagt. Immers:



Het effect op de balans van de vastgoedbeleggingsinstelling is nu als volgt:

Activa		Passiva	
Vastgoed	125	Ongerealiseerde herwaardering	25
		Financiering	100
	<hr/>		<hr/>
	125		125

De ongerealiseerde herwaardering ad euro 25 is het gevolg van het feit dat de vastgoedbeleggingsinstelling op $t = 0$ tegen betere voorwaarden haar financiering heeft kunnen afsluiten dan de op $t = 1$ geldende voorwaarden: De rente van haar lopende financiering bedraagt 8%, de actuele rente van vergelijkbare financiering bedraagt 10%.

Deze herwaardering kan rechtstreeks verwerkt worden in een 'herwaarderingsreserve financiering', waarbij uitsluitend een mutatie in de balans wordt verantwoord.

De boekingsgang is dan als volgt:

- Financiering balans debet euro 25
- Herwaarderingsreserve financiering balans credit euro 25

Een andere optie is om deze waardemutatie te verwerken via de winst- en verliesrekening.

De boekingsgang is dan als volgt:

• Financiering	balans	debet	euro 25
• Ongerealiseerde waardeveranderingen van financiering	V&W	credit	euro 25

Deze ongerealiseerde waardeveranderingen van financiering maken vervolgens deel uit van het resultaat. Afhankelijk van de winstbestemming van de vastgoedbeleggingsinstelling wordt dit resultaat vervolgens toegevoegd aan de overige reserves van de instelling. Duidelijk moet worden toegelicht dat het hier gaat om ongerealiseerde waardeverandering. Veelal wordt het indirecte beleggingsresultaat ook verantwoord in de winst- en verliesrekening onder het hoofd van 'mutaties reserves'. Indien daadwerkelijk tot herfinanciering wordt overgegaan voor één of meerdere leningen treedt een gerealiseerd waardeverschil op. De hierbij behorende vrijval van de (eerder als) ongerealiseerde waardeverandering verantwoorde mutatie in de reserve, dient afzonderlijk in de winst- en verliesrekening te worden toegelicht.

Verwerking in de winst- en verliesrekening verdient wat mij betreft de voorkeur. De winst- en verliesrekening biedt immers inzicht in de prestaties van de vastgoedbeleggingsinstelling over het afgelopen boekjaar. Evenals het zinvolle informatie is om ongerealiseerde waardeveranderingen van beleggingsobjecten te verantwoorden in de winst- en verliesrekening, wordt mijns inziens het inzicht in de jaarrekening gediend als de ongerealiseerde waardemutaties uit hoofde van financiering eveneens via de winst en verliesrekening worden verantwoord. Verwerking op deze wijze zou tevens het beste aansluiten bij de verwerking van het indirecte beleggingsresultaat dat op vastgoed wordt behaald. Uit bijlage 3 blijkt dat 12 van de 14 onderzochte vastgoedbeleggingsinstellingen het indirecte resultaat verantwoorden in de winst- en verliesrekening.

5.4.2.3 Veranderende interest $t = 2$

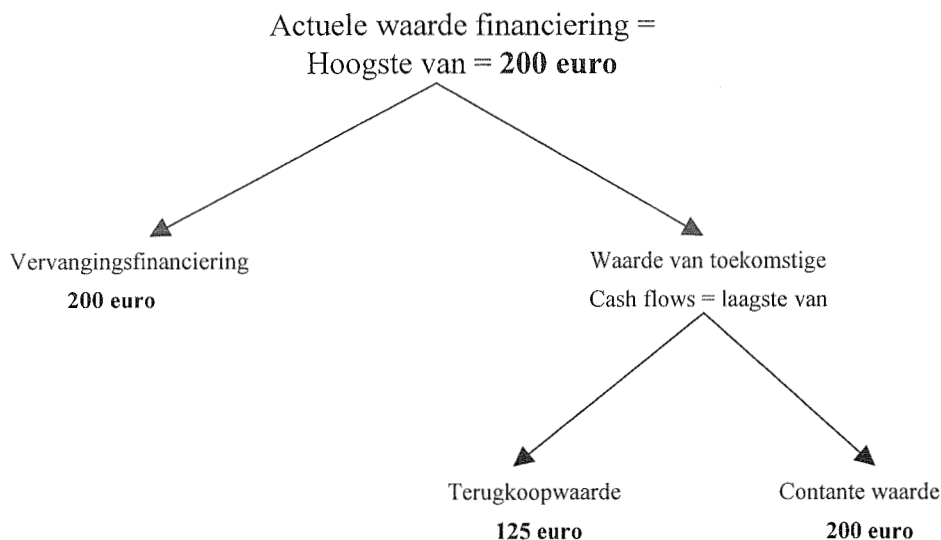
Stel dat op $t = 2$ de interest daalt van 10% naar 5%. De lening is oorspronkelijk opgenomen tegen de marktrente van $t = 0$. Nadien is huidige marktrente van voor de vastgoedbeleggingsinstelling vergelijkbare financiering gedaald. Een dergelijke financiering wordt omschreven als een hoogrentende lening.

Uitgaande van de gedachte van een gelijkblijvende cash flow van euro 10 wordt de vervangingswaarde van de financiering dan euro 200 ($5\% \times \text{euro } 200 = \text{euro } 10$).

De bedrijfswaarde is gelijk aan de contante waarde van de toekomstige cash outflows. Uitgaande van een uitgaande cash flow van euro 10 en een interestvoet van 5% is deze contante waarde euro 200 ($= \text{euro } 200 : 5\%$).

De directe terugkoop prijs wordt verondersteld contractueel overeengekomen te zijn op euro 125.

Door de beslissingsboom wederom te doorlopen wordt geconcludeerd dat de actuele waarde van de financiering euro 200 bedraagt. Immers:



Het effect op de balans van de vastgoedbeleggingsinstelling is nu als volgt:

Activa		Passiva	
Vastgoed	125	Ongerealiseerde herwaardering (75)	
		Financiering	200
	<u>125</u>		<u>125</u>

Ten opzichte van $t = 1$ is sprake van een negatieve ongerealiseerde herwaardering ad euro 100. Gecumuleerd is ultimo $t = 2$ sprake van een negatieve herwaardering ad euro 75. Deze is het gevolg van het feit dat de vastgoedbeleggingsinstelling op $t = 0$ tegen slechtere voorwaarden haar financiering heeft kunnen afsluiten dan de tegen op $t = 2$ geldende voorwaarden: De rente van haar lopende financiering bedraagt 8%, de actuele rente van vergelijkbare financiering bedraagt 5%.

Voor de verwerking van de negatieve herwaardering ad euro 100 in boekjaar $t = 2$ kan wederom gekozen worden voor rechtstreekse mutatie in de 'herwaarderingsreserve financiering', waarbij uitsluitend een mutatie in de balans wordt verantwoord.

De boekingsgang is dan als volgt:

- Herwaarderingsreserve financiering balans debet euro 100
- Financiering balans credit euro 100

De andere optie is om deze waardemutatie te verwerken via de winst- en verliesrekening.

De boekingsgang is dan als volgt:

- Ongerealiseerde waardeveranderingen van financiering V&W debet euro 100
- Financiering balans credit euro 100

Via de winstbestemming wordt het negatieve resultaat toegevoegd aan de overige reserves.

5.4.3 Argumenten contra

5.4.3.1 Andere waarde verantwoord dan de oorspronkelijke hoofdsom

Voordat we verder gaan is het goed om nu even kritisch de uitkomsten van bovenstaande exercitie te analyseren. In het theoretische voorbeeld bedraagt de contractuele hoofdsom van de financiering euro 125. Afgezien van tussentijdse aflossingen is dit het bedrag dat de vastgoedbeleggingsinstelling dient af te dragen om van haar verplichting af te komen. Het is daarom wettelijk aan de verantwoording van een schuld lager of hoger dan euro 125. Nochtans wordt juist door het verantwoord van de (ongerealiseerde) waardeveranderingen van de financiering inzicht gegeven in het presteren van de instelling op dit aspect: Uit de waardemutaties blijkt de mate waarin het management succesvol is geweest in het aantrekken van financiering tegen gunstige voorwaarden. Net zo goed als bij door het taxeren van de beleggingsobjecten inzicht wordt gegeven in de waardeontwikkeling van de objecten ten opzichte van de markt, waarmee een oordeel gevormd kan worden over het beleggingsbeleid van het management, wordt het hierdoor voor financiering eveneens mogelijk de waardeontwikkeling te beoordelen.

5.4.3.2 Financieringsmarkt

Als argument tegen het toepassen van de actuele waarde voor financiering kan worden opgeworpen dat er geen markt bestaat voor financiering. Ik betwist dat argument. Mijns inziens is er wel degelijk mogelijkheid voor vastgoedbeleggingsinstellingen om te 'handelen' in hun financiering. Bestaande financieringen kunnen vervroegd worden afgelost en nieuwe financieringen kunnen worden aangetrokken. Dat hier kosten mee zijn gemoeid moge duidelijk zijn. Transactiekosten spelen tevens een rol bij handel in vastgoed. Dit is echter allesbehalve een argument om het toepassen van actuele waarde achterwege te laten. Er is geen sprake van een markt met noteringen van de waarden van financieringen. Het lijkt lastig om de actuele waarde van een lening te bepalen. Mogelijk kan aansluiting gezocht worden bij een imaginaire markt van externe financieringen van vastgoed.

Alle mogelijke data dienen verzameld te worden, geanalyseerd, specifiek gemaakt te worden voor het betreffende vastgoed en de betreffende instelling. Nogmaals: lastig, doch niet onmogelijk, en, zoals in paragraaf 3.3 gememoreerd, wordt er in de praktijk 'gehandeld' in dit soort leningen.

5.4.3.3 Voornemen tot herfinanciering

Een ander tegenargument zou kunnen zijn dat een vastgoedbeleggingsinstellingen geenszins voornemens is haar financiering te herstructureren. Ook dit vind ik geen plausibel argument, waarbij ik wederom zo vrij ben de vergelijking met de beleggingsobjecten te maken. Deze objecten immers worden getaxeerd op marktwaaarde waarbij de beslissing of het management van de instelling überhaupt tot vervreemding van het object wil overgaan, geen enkele invloed heeft op de waardering volgens de markt. Dit lijkt mij onverkort van toepassing op het toepassen van de actuele waarde op de financiering. Het gaat erom inzicht te bieden in de actuele waarde, niet om inzicht te geven in eventuele voornemens van het management.

5.4.3.4 Geen toegang tot de financieringsmarkt

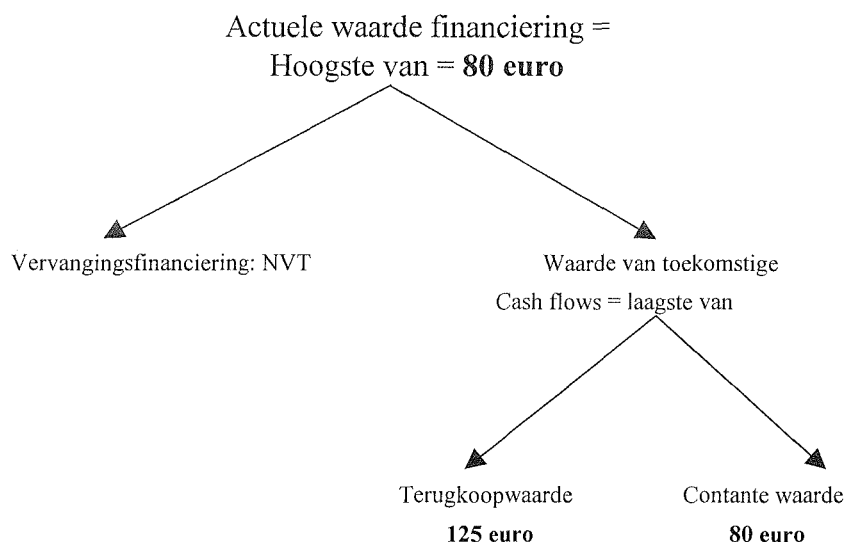
Gaat de gedachte nog op indien de vastgoedbeleggingsinstelling in het geheel geen toegang heeft tot de financieringsmarkt? In dat geval is het niet zinvol te spreken over de vervangingsfinanciering (die is dan immers niet mogelijk). Als disconteringsvoet voor de bedrijfswaaarde kan niet worden uitgegaan van de marktinterest. Als alternatief kan in dat geval het rendement op investeringen gehanteerd te worden.

Laten we uitgaan van hetzelfde voorbeeld als bovenstaand. Op $t = 0$ wordt een financiering afgesloten ad euro 125 met de bijbehorende interestlast van euro 10 (8%). Op $t = 1$ stijgt de interest tot 10%. Het rendement op investeringen wordt gesteld op 12,5%. Daar er geen toegang is tot de financieringsmarkt is het niet zinvol te spreken over de vervangingsfinanciering. Deze optie vervalt in dit voorbeeld.

De bedrijfswaaarde is gelijk aan de contante waarde van de toekomstige cash outflows. Uitgaande van een uitgaande cash flow van euro 10 en een interestvoet van 12,5% is deze contante waarde euro 80 (= euro 10 : 12,5%).

De directe terugkoop prijs wordt verondersteld contractueel overeengekomen te zijn op euro 125.

Door de beslissingsboom te doorlopen wordt geconcludeerd dat binnen deze gedachte de actuele waarde van de financiering euro 80 bedraagt. Immers:



Dit is de meest extreme situatie. De werkelijkheid zal zich bewegen tussen deze (hoogst uitzonderlijke) situatie zonder toegang tot de kapitaalmarkt en de situatie met volledige toegang tot de kapitaalmarkt. Voor het hanteren van een algemene waarderingsgrondslag is het beter om uit te gaan van die situatie die zich het meeste voordoet. In mijn optiek is dit voor de vastgoedbeleggingsinstellingen een situatie waarin zij eenvoudig toegang hebben tot de financiers. Vastgoed is, gelet op de mogelijkheden van zekerheidsstellingen (hypotheek op pand en vordering van van huurinkomsten), lopen financiers in principe weinig risico. Daarom wordt betoogd dat het minder gemakkelijk (tot geen) toegang hebben tot de kapitaalmarkt weliswaar reden is om een aanpassing te maken in de disconteringsvoet doch geen reden om het concept overboord te zetten.

5.4.3.5 Afboekingen a.g.v. problemen

Een tegenargument dat bedacht kan worden betreft de situatie waarin een instelling onverhoopt niet aan haar verplichtingen kan voldoen en om die reden besluit tot een herstructurering van de financiering. In de lijn met de in dit hoofdstuk uiteengezette gedachte zou verwerking van de 'vrijval' van de schuld als bate overwogen kunnen worden. Indien dit als zodanig als (in dat geval gerealiseerde) bate wordt verwerkt in de winst- en verliesrekening zou dat een verkeerd inzicht geven in de werkelijke gang van zaken (iets negatiefs, liquiditeits- en mogelijk zelfs solvabiliteitsproblemen worden omgezet in iets positiefs). Dit argument is hier niet aan de orde omdat ik uitga van de continuïteit van ondernemingen en omdat bij (dreigende) discontinuïteit andere spelregels gelden, zowel voor de waardering van activa als van passiva.

Gelet op het uitzonderlijke karakter van dergelijke situaties ga ik daar verder in deze masterproof niet op in.

5.4.3.6 Extra kosten en inspanning

Het bepalen van de actuele waarde per afgesloten financiering kost inspanning op administratief terrein. Daarnaast zijn aan het inschakelen van externe deskundigen die de reële waarde van de financiering (waar in de volgende paragraaf op wordt ingegaan) moeten bepalen kosten gemoeid, vergelijkbaar met het laten taxeren van de vastgoedportefeuille. Deze inspanningen en kosten moeten gedragen (kunnen) worden. Net als het voor vastgoedbeleggingen geen argument is om, gelet op de benodigde extra inspanning en kosten, de actuele waarde niet te bepalen, is dit voor het toepassen van de actuele waarde voor financiering evenmin een valide tegenargument.

5.4.3.7 Richtlijnen

Het berekenen van de actuele waarde van de financiering met vreemd vermogen van vastgoed is een braakliggend terrein. Evenals bij de beleggingen het geval is (geweest) dienen voor de financiering de spelregels en richtlijnen uitgewerkt te worden. Ten behoeve van de uniformiteit en de vergelijkbaarheid zijn duidelijke en geaccepteerde procedures en richtlijnen essentieel. Vooralsnog zijn die er niet. In dit hoofdstuk is en wordt op diverse plaatsen ingegaan op welke wijze dit vorm zou kunnen krijgen. Voor een belangrijk deel kan aansluiting gezocht worden bij de richtlijnen die gelden voor de vastgoedbeleggingen.

5.4.3.8 Reikwijdte actuele waarde financiering

Hoe ver wordt gegaan in het bepalen van de actuele waarde van de financiering: Wordt uitgegaan van bestaande solvabiliteitsverhoudingen of wordt getracht de gevolgen van een volledige herstructurering van de financiering te laten zien? Mijns inziens gaat dit laatste te ver, zeker in het kader van de jaarrekening. Deze op zich interessante scenario's worden meer gezien als managementinformatie. In de jaarrekening dient objectieve en aan een norm te verifiëren informatie te worden verantwoord. Een objectieve norm voor de solvabiliteit bestaat niet waardoor dergelijke informatie noch intern noch extern te controleren valt.

5.5 Reële waarde

Nadat in de vorige paragraaf de begrippen uit het BWA zijn toegepast op de financiering van vastgoed wordt in deze paragraaf hetzelfde gedaan voor het begrip reële waarde, waartegen vastgoedbeleggingen over het algemeen gewaardeerd worden.

5.5.1 Methodiek beleggingen

Voor het bepalen van de reële waarde van vastgoed zijn er talloze taxatiemethoden. De hoofdingeling is als volgt ¹⁷:

1. Comparatieve methoden
2. Kosten methoden
3. Inkomsten methoden
4. Wettelijke methoden

Voor het vervolg van dit betoog zijn alleen de comperatieve methoden en de methoden gebaseerd op inkomsten relevant. De belangrijkste methode van de comperatieve methoden is de vergelijkende methode. Het te taxeren object wordt vergeleken met één of meerdere soortgelijke objecten waarvan je de transactiekennmerken kent, waarbij beperkt wordt tot het recente verleden.

Bij de methoden die zich richten op de inkomsten is één van de meest gehanteerde en meest bekende de discounted cash flow (DCF) methode: De waarde van het actief wordt volgens deze methode bepaald door de cash flow die gegenereerd kan worden met het actief. Deze toekomstige cash flows worden contant gemaakt tegen een voor de investering in dat actief geldende disconteringsvoet.

5.5.2 Factoren financiering

Externe financiering gaat gepaard met bijbehorende voorwaarden, die direct invloed hebben op de jaarrekening van een vastgoedbeleggingsinstelling (resultaat, liquiditeit en solvabiliteit). De voorwaarden zijn onder andere:

- Rente;
- Looptijd;
- Gewenste zekerheden;
- Voorgescreven ratio's.

Deze voorwaarden zijn afhankelijk van een groot aantal factoren. Genoemd worden:

- De geprognosticeerde cash flow;
- De locatie van het vastgoed;
- De kwaliteit van de huurders;
- De condities van de huurcontracten (welke huren, welke termijnen);
- De kwaliteit van het vastgoed;
- De solvabiliteit en liquiditeit van de beleggingsinstelling;
- De kwaliteit van het management, waaronder een opgebouwde track record inzake externe financiering;
- De mogelijk te eisen zekerheden.

¹⁷ Have, George G.M. ten, Taxatieleer onroerende zaken

Al deze factoren zijn echter geen constante grootheden doch variabelen die naar verloop van tijd aan verandering onderhevig zijn. Dat betekent dat wijziging in één of meer van bovengenoemde factoren bij een nieuw financieringsbesluit tot andere mogelijkheden en voorwaarden zou kunnen leiden, hetzij in positieve zin hetzij in negatieve zin.

5.5.3 Methodiek financiering

De methoden voor het bepalen van de reële waarde van de vastgoedbeleggingen die mijns inziens tevens voor de financiering daarvan gehanteerd kunnen worden zijn de DCF-methode en de comperatieve methode. Net zoals bij beleggingen dient de reële waarde van de financiering mijns inziens individueel berekend te worden per afgesloten financiering.

5.5.3.1 DCF-methode

Financiering betekent voor de vastgoedbeleggingsinstelling normaal gesproken de verplichting om een serie van betalingen te verrichten aan de verstrekkers van de financiering. In de financieringsovereenkomst zijn de voorwaarden van de financiering vastgelegd, waaronder de te betalen interest, de te verrichten aflossingen en de periodiciteit van beide betalingen. De interest en de aflossingen kunnen constant zijn gedurende de gehele looptijd van de financiering vast dan wel variabel. De waarde van de financiering is met name afhankelijk van drie factoren¹⁸:

1. Het geldende betalingsschema (van zowel interest als aflossing). Dit schema blijkt uit de financieringsovereenkomst;
2. De waarschijnlijkheid dat de vastgoedbeleggingsinstelling de betalingen daadwerkelijk kan verrichten. Het gaat om een toets van de kredietwaardigheid van de betrokken vastgoedbeleggingsinstelling. Hier kan aansluiting gezocht worden bij creditratings die door onafhankelijke bureaus worden afgegeven. Indien niet voor de eigen onderneming een creditrating bestaat dient gekeken te worden naar creditratings van soortgelijke ondernemingen;
3. De schatting van het rendement van de financiering als deze op een voor het publiek toegankelijke markt verhandeld zou worden. De coupon rente (de historische kosten van de financiering) is niet interessant bij het bepalen van de actuele waarde van de financiering. Daarvoor dient uitgegaan te worden van de actuele rente voor soortgelijke leningen (met een soortgelijk risico). Een alternatief kan zijn aansluiting te zoeken bij de rendementen op de markt voor obligaties met equivalente coupons en looptijd.

De marktwaarde van de financiering is nu eenvoudig te berekenen als de contante waarde van de stroom van betalingen uit hoofde van de financiering, met als disconteringsvoet hetzij de actuele interest voor soortgelijke financiering (met het zelfde risicoprofiel), hetzij het rendement voor obligaties met soortgelijke betalingskenmerken als de financiering.

¹⁸ Copeland, Valuation, measuring and managing the value of companies

Als pragmatische oplossing voor de disconteringsvoet kan gekozen worden voor het risicovrije rendement (rendement op langlopende staatsleningen) verhoogd met een opslag voor risico zoals die geldt voor de betreffende onderneming dan wel soortgelijke ondernemingen. Voor de opslag kan gebruik gemaakt worden van de ratings van Standard & Poor of Moody's. Vergelijk de uitgangspunten voor waardering van financiële beleggingen zoals opgenomen in paragraaf 3.3.

5.5.3.2 Comparatieve methode

Bij beleggingen kan ter bepaling van de reële waarde van een object aansluiting gezocht worden bij eerder uitgevoerde taxaties van soortgelijke objecten. De uitgangspunten en resultaten van deze eerdere taxaties dienen allicht te worden geactualiseerd en geconcretiseerd voor het betreffende object.

Voor financiering acht ik een dergelijke vergelijkende methodiek eveneens mogelijk. Hoewel ieder vastgoedobject uniek is, waardoor het bepalen van de marktwaaarde van de daarmee samenhangende financiering geen eenvoudige opgave is, zijn er, ook vanuit financieringsoogpunt, vergelijkbare objecten c.q. (delen van) portefeuilles te identificeren. Voor het bepalen van de reële waarde van de schulden kan in eerste instantie aansluiting gezocht worden bij recent afgesloten financieringen voor soortgelijke objecten. Dit kan een indicatie geven voor de mogelijkheden die op de betreffende peildatum bestaan voor de vastgoedbeleggingsinstelling. Vervolgens dient dit voor de betreffende vastgoedbeleggingsinstelling nader te worden gepreciseerd.

5.5.4 Extern deskundige

Bij de vastgoedbeleggingen is de makelaar taxateur de aangewezen persoon om de reële waarde te bepalen. Hiertoe is hij opgeleid en dat is zijn dagelijkse werk. Dit lijkt op voorhand niet de meest geschikte persoon om de reële waarde van financiering te bepalen. Hiervoor moeten we zoeken naar een financieel specialist die ervaring heeft in het analyseren van ondernemingen vanuit het oogpunt financiering te verstrekken aan deze onderneming.

Wie anders dan de bankiers zouden de reële waarde van financiering kunnen bepalen? Zoals een taxateur de beleggingen beoordeelt kan een bankier de financiering van de beleggingen beoordelen en de marktconforme waarde van de financiering bepalen.

Hierbij wordt wel aangetekend dat hier een vraagstuk van onafhankelijkheid ligt. Indien de bankier de reële waarde van schulden zou moeten gaan bepalen zou hij moeten vaststellen wat de marktwaaarde van de financiering is. Daartoe dient hij te onderzoeken welke mogelijkheden er op dat moment zijn in de markt voor de betreffende vastgoedbeleggingsinstelling met haar eigen unieke kenmerken. Hoe wordt gewaarborgd dat de bankier daadwerkelijk alle mogelijke alternatieven onderzoekt?

Onderzoekt hij feitelijke financiering of mogelijke alternatieven die door zijn werkgever worden verstrekt? Is het wellicht toch niet beter om verder te zoeken naar een onafhankelijke deskundige? Zou dit een beleggingsanalist kunnen zijn? Om het speels uit te drukken: We zoeken een onafhankelijke organisatie die, vergelijkbaar met De Hypotheekshop voor particulieren, alternatieve financieringsmogelijkheden voor vastgoedbeleggingsinstellingen met elkaar kan vergelijken en doorrekenen, en wiens onafhankelijkheid geaccepteerd wordt.

Een jaarrekening is en blijft de verantwoording van het bestuur van de vastgoedbeleggingsinstelling. Mede hierom wordt het tevens aanvaardbaar geacht, parallel aan hetgeen hieromtrent voor vastgoedbeleggingen is geregeld, om de bepaling van de reële waarde van de schulden intern te laten plaatsvinden, onder de voorwaarde dat de hiervoor benodigde expertise intern beschikbaar.

5.5.5 Toelichting

In de balans en de winst- en verliesrekening kunnen de waardemutaties verwerkt worden zoals in paragraaf 5.4.3.2 is beschreven. Indien de reële waarde als waarderingsgrondslag wordt gehanteerd dient in de toelichting opgenomen te worden op welke wijze de reële waarde bepaald is. Soortgelijke informatie die verantwoord moet worden over de taxatie van vastgoedbeleggingen is tevens voor het vaststellen van de reële waarde van de financiering van toepassing. Genoemd worden de volgende mogelijkheden:

- Is gebruik gemaakt van interne of externe taxateurs;
- Welke uitgangspunten zijn gehanteerd;
- Is rekening gehouden met transactiekosten, waarbij voor de financiering daarnaast tevens gedacht kan worden aan rekening houden met eventueel verschuldigde boeteclausules;
- Welke periodiciteit is gehanteerd.

Daarnaast zou de toelichting uitgebreid kunnen worden met een specificatie van de (gemiddelde) interest in de markt (per soort lening) versus de voor de betreffende vastgoedbeleggingsinstelling geldende interest.

5.6 Praktijkoefeningen

In deze paragraaf zal, aan de hand van de onderzochte jaarrekeningen, getracht worden de in voorgaande paragrafen beschreven actuele waarde begrippen voor financiering, concreet uit te werken.

Slechts van een beperkt aantal vastgoedbeleggingsinstellingen is voldoende informatie beschikbaar om de actuele waarde zoals bovenbeschreven te berekenen. Eerstens zal ingegaan worden op het toepassen van het BWA, vervolgens zal de reële waarde aan de orde komen.

5.6.1 Toepassen van het BWA op financiering: De praktijk

Zoals in paragraaf 5.4.1 is beschreven zijn er drie begrippen die tegen elkaar afgewogen dienen te worden, te weten de vervangingsfinanciering, de bedrijfswaarde van de financiering en de terugkoopfinanciering.

Helaas is uit onderzoek van de 14 jaarrekeningen van de vastgoedbeleggingsinstellingen gebleken dat in geen van de jaarrekeningen voldoende informatie wordt verantwoord om alle drie de begrippen te kunnen berekenen. Daarom wordt onderstaand alleen ingegaan op die gevallen waarbij wel één van de begrippen was te berekenen. Deze constatering is geen diskwalificatie van het theoretische kader doch veeleer een gevolg van het feit dat in de jaarrekeningen te weinig informatie voor dit specifieke doel wordt verantwoord.

De terugkoopfinanciering wordt geacht te zijn contractueel overeengekomen. Het is niet interessant om dit begrip telkens te berekenen voor de vastgoedbeleggingsinstellingen. In principe komt deze waarde overeen met de verantwoorde nominale waarde. Op dit begrip zal in deze praktijkoefeningen dan ook niet worden teruggekomen.

5.6.1.1 Marktniveau interest

Eenvoudigheidshalve wordt in deze paragraaf alleen aangetoond welke invloed een wijziging in het interestpercentage met zich mee zou brengen. Ter benadering van het actuele marktinterestpercentage dat ultimo boekjaar 2000 voor de onderzochte vastgoedbeleggingsinstellingen geldt is uitgegaan van het gewogen gemiddelde interestpercentage voor de langlopende financiering van alle onderzochte vastgoedinstellingen. Verondersteld wordt dat dit gewogen gemiddelde gelijk is aan de in de markt te realiseren interest op balansdatum. Uit bijlage 8 blijkt dat deze interest 5,93% bedraagt.

5.6.1.2 Vervangingsfinanciering

De vervangingsfinanciering is gedefinieerd als de financiering die aangetrokken zou kunnen worden bij een gelijkblijvende uitgaande cash flow, doch bij een gewijzigde interest.

Actief versus passief, bezit versus schuld, vastgoed versus financiering:

Marktwaarde versus nominale waarde?

SBV-MRE jaargang 1999-2001

Masterproof

drs. E. Hartkamp RA

De cash flow samenhangend met de financiering bestaat uit rente, aflossingen en opnamen. In de gedachte van een vervangingsfinanciering geldt als uitgangspunt die situatie waarin deze cash flow representatief is gedurende het gehele bestaan van de vastgoedbeleggingsinstelling. Door het effect van een wijzigende interest te bepalen, kan vervolgens de zogenaamde vervangingsfinanciering worden berekend. De enige informatiebron die tot mijn beschikking staat is de jaarrekening van 14 vastgoedbeleggingsinstellingen.

Uit deze jaarrekeningen alleen is niet af te leiden in hoeverre in het onderzochte boekjaar 2000 sprake is van een representatieve cash flow samenhangend met de financiering.

Teneinde in ieder geval de werking van de methode aan te kunnen tonen, is in navolging tot het theoretische voorbeeld inzake de vervangingsfinanciering, onderzocht bij welke vastgoedbeleggingsinstelling de verantwoorde interestlast gedeeld door het verantwoorde gemiddelde interestpercentage voor de financiering van de betreffende vastgoedinstelling gelijk is aan de verantwoorde nominale waarde van de financiering. Eenvoudigheidshalve is dus alleen dit deel van de uitgaande cash flow van de financiering genomen.

Uit bijlage 8 blijkt dat alleen voor Nieuwe Steen Investments (NSI) deze (sterk gesimplificeerde) redenatie opgaat. Dit wil niet zeggen dat de theorie niet van toepassing is op de overige beleggingsinstellingen doch dat het voor de overige aan nadere informatie over de cash flow ontbreekt.

De vervangingsfinanciering is nu te berekenen door de interestlast te delen door het in de vorige paragraaf gedefinieerde gemiddelde marktinterestpercentage.

Racapitulerend voor NSI:

- Verantwoorde interestlast = 16 miljoen euro
- Verantwoorde gemiddelde interest = 5,8%
- Verantwoorde financiering = 276 miljoen euro (= 16 miljoen euro : 5,8%)

- Verantwoorde interestlast = 16 miljoen euro
- Veronderstelde marktinterest = 5,93%
- Vervangingsfinanciering = 270 miljoen euro (= 16 miljoen euro : 5,93%)

Indien de financiering gewaardeerd zou worden op vervangingswaarde zou dit een positieve herwaardering van 8 miljoen euro tot gevolg hebben. Deze (ongerealiseerde) bate uit financieringsactiviteit wordt veroorzaakt doordat in het verleden tegen een gunstigere interest financiering is afgesloten dan tegen de momenteel in de markt te realiseren interest.

Voor Corio kunnen de uitkomsten als volgt worden samengevat:

- Verantwoorde nominale waarde financiering = 669,5 miljoen euro
- Contante waarde van de financiering tegen marktinterest = 661,5 miljoen euro
- Positieve ongerealiseerde herwaardering financiering = 8 miljoen euro

Alle andere zaken daargelaten, is het effect op de balans van Corio nu als volgt:

Activa		Passiva	
Vastgoed	670	Ongerealiseerde herwaardering	8
		Financiering	662
	<u>670</u>		<u>670</u>

Dit ongerealiseerde positieve resultaat representeert het voordeel dat Corio heeft doordat zij tegen gunstigere (lagere) interest in het verleden haar financiering heeft afgesloten ten opzichte van de huidige marktinterest.

Ter vergelijking en ter indicatie worden de volgende bedragen genoemd uit de jaarrekening van Corio, alsmede de procentuele verhouding van de herwaardering financiering op deze bedragen:

- Herwaardering onroerendgoedbeleggingen 106 miljoen euro, inclusief herwaardering uit hoofde van financiering wordt dit 114 miljoen euro (+ 7,6%);
- Totaal resultaat 200 miljoen euro, bij verwerking van de herwaardering financiering zou dit 208 miljoen euro zijn, een stijging met 4%.

Voor Rodamco Asia kunnen de uitkomsten als volgt worden samengevat:

- Verantwoorde nominale waarde financiering = 255,7 miljoen euro
- Contante waarde van de financiering tegen marktinterest = 280,4 miljoen euro
- Negatieve ongerealiseerde herwaardering financiering = 24,7 miljoen euro

Alle andere zaken daargelaten, is het effect op de balans van Rodamco Asia nu als volgt:

Activa		Passiva	
Vastgoed	256	Ongerealiseerde herwaardering (24)	
		Financiering	280
	<u>256</u>		<u>256</u>

Dit ongerealiseerde resultaat representeert het nadeel dat Rodamco Asia heeft doordat zij tegen ongunstigere (hogere) interest in het verleden haar financiering heeft afgesloten ten opzichte van de huidige marktinterest.

Ter vergelijking en ter indicatie worden de volgende bedragen genoemd uit de jaarrekening van Rodamco Asia, alsmede de procentuele verhouding van de herwaardering financiering op deze bedragen:

- Indirect resultaat is nu 55,6 miljoen euro, bij verwerking van de herwaardering uit hoofde van financiering wordt dit 30,9 miljoen euro, een daling met 44%;
- Totaal resultaat is nu 75,4 miljoen euro, bij verwerking van de herwaardering financiering zou dit 50,8 miljoen euro zijn, een daling met 33%.

Gelet op de omvang van de herwaardering financiering en de impact op genoemde andere grootheden is zowel bij Corio als bij Rodamco Asia sprake van een materiële invloed indien de herwaardering financiering daadwerkelijk on balance verwerkt zou worden. Voor de goede orde wordt opgemerkt dat in bovenstaande voorbeelden ultimo boekjaar 2000 in één keer de vergelijking van de bestaande, mogelijk reeds langlopende, financiering met de inmiddels geldende interest op de markt wordt vergeleken. Als het actuele waardebegrip consequent gehanteerd zou worden, zouden de jaarlijkse mutaties ten opzichte van het nominale bedrag geleidelijk jaarlijks worden gepresenteerd.

5.6.2 Toepassing reële waarde

Zoals uit bijlage 6 blijkt volgen alle onderzochte Nederlandse vastgoedbeleggingsinstellingen de waarderingsgrondslag nominale waarde voor de financiering. Slechts in twee gevallen wordt de reële waarde van de hypotheke toegelicht en van deze twee ondernemingen wordt slechts in één geval de reële waarde van de overige langlopende financiering toegelicht. Blijkbaar is het management van vastgoedbeleggingsinstellingen heel goed in staat de reële waarde van de financiering te bepalen. Dit is natuurlijk niet verwonderlijk omdat het management dergelijke informatie nodig heeft voor een goede bedrijfsvoering. Interestlasten zijn materieel in de winst- en verliesrekening. Om de juiste financieringskeuzes te kunnen maken is inzicht in beschikbare (markt) alternatieven essentieel. Het is daarom des te verwonderlijker dat deze informatie in slechts 2 gevallen wordt verantwoord in de toelichting op de jaarrekening.

Uit de respectievelijke toelichtingen blijkt in geen van de gevallen op welke wijze de reële waarde van de financiering is bepaald. Bij Rodamco North America (één van de twee bedoelde partijen) bedroeg de reële waarde van de hypotheke US \$ 2.096 miljoen, US \$ 16 miljoen hoger dan het verantwoorde nominale bedrag.

Ter vergelijking en ter indicatie worden de volgende bedragen genoemd uit de jaarrekening van Rodamco North America, alsmede de procentuele verhouding van de herwaardering financiering op deze bedragen:

- Herwaardering onroerendgoedbeleggingen US \$ 64 miljoen (25%);
- Indirect beleggingsresultaat US \$ 42 miljoen (bij verwerking van de herwaardering financiering zou dit US \$ 26 miljoen zijn, een daling met 38%);
- Totaal resultaat US \$ 260 miljoen (bij verwerking van de herwaardering financiering zou dit US \$ 244 miljoen zijn, een daling met 6%).

Gelet op de omvang van de herwaardering financiering en de impact op genoemde andere grootheden is sprake bij Rodamco North America van een materiële invloed indien de herwaardering financiering daadwerkelijk on balance verwerkt zou worden.

De reële waarde van de overige langlopende financiering is volgens de toelichting gelijk aan het verantwoorde nominale bedrag.

De andere partij, Haslemere, verantwoord in haar toelichting dat de reële waarde van de hypotheek 230 miljoen euro bedraagt, 21 miljoen euro meer dan de verantwoorde nominale waarde. Ter vergelijking en ter indicatie worden de volgende bedragen genoemd uit de jaarrekening van Haslemere, alsmede de procentuele verhouding van de herwaardering financiering op deze bedragen:

- Herwaardering onroerendgoedbeleggingen 160 miljoen euro (13%);
- Indirect beleggingsresultaat 115 miljoen euro (bij verwerking van de herwaardering financiering zou dit 94 miljoen euro zijn, een daling met 18%);
- Totaal resultaat 216 miljoen euro (bij verwerking van de herwaardering financiering zou dit 195 miljoen euro zijn, een daling met 10%).

Gelet op de omvang van de herwaardering financiering en de impact op genoemde andere grootheden is ook bij Haslemere sprake van een materiële invloed indien de herwaardering financiering daadwerkelijk on balance verwerkt zou worden.

5.6.3 Analisten¹⁹

Analisten treden op in het belang van (potentiële) beleggers. Teneinde deze doelgroep te kunnen adviseren of zij wel of juist niet, vanuit hun optiek, dienen te beleggen in bepaalde fondsen, worden deze fondsen grondig geanalyseerd en met elkaar vergeleken.

De analisten van vastgoedbeleggingsinstellingen proberen aan de hand van zoveel mogelijk informatie en met behulp van hun ter beschikking staande hulpmiddelen de reële waarde van de aandelen van de bestudeerde onderneming te bepalen. Een zeer belangrijk onderdeel van een dergelijke analyse is het bepalen van de reële waarde van de financiering met vreemd vermogen van het vastgoed. Deze reële waarde wordt bepaald door ingeschakelde taxateurs (afkomstig van banken) of door hen gevraagd aan het management van de betreffende vastgoedbeleggingsinstelling. Zoals in paragraaf 5.7.2 reeds is opgemerkt beschikt het management, als het goed is, over dergelijke informatie.

¹⁹ Geïnterviewd zijn de heren Jeppe de Boer en Victor van Bommel van Goldman Sachs Global Equity Research

Het on balance verwerken van de reële waarde van de financiering zou enerzijds de analisten helpen bij hun werkzaamheden en anderzijds (potentiële) beleggers meer inzicht geven in de reële waarde van de onderneming als geheel. Door het in de jaarrekening op te nemen verkrijgt een breder publiek een dergelijk inzicht dan alleen de lezers van analistenrapporten. De impact van de reële waarde van de financiering is volgens de analisten het grootste wanneer sprake is van lange resterende looptijden van de financiering. Het effect van een significante hogere c.q. lagere marktrente voor hun financiering dan oorspronkelijk overeengekomen is bij langere looptijd het meest materieel.

De Nederlandse vastgoedbeleggingsinstellingen hebben in verhouding relatief kortere resterende looptijden van hun financiering dan bijvoorbeeld Engelse vastgoedbeleggingsinstellingen. In deze Masterproof heb ik mij beperkt tot de Nederlandse situatie en hiervoor geconcludeerd dat materiële invloed van verwerking van de actuele waarde voor financiering al snel optreedt. Laat staan hoe groot de gevolgen zijn voor buitenlandse vastgoedbeleggingsinstellingen met financiering met langere resterende looptijden.

5.7 Resumerend

In dit hoofdstuk is uiteengezet dat het kader van regelgeving op externe verslaggeving mijns inziens voldoende ruimte biedt om het concept van toepassen van actuele waarde voor financiering daadwerkelijk te kunnen uitwerken. De financiering van de vastgoedbeleggingen met vreemd vermogen kan immers gezien worden als homogeen met het betreffende vastgoed. Op basis van die conclusie is het eigenlijk niet meer dan logisch dat voor de waardering van de financiering van de vastgoedbeleggingen dezelfde grondslag gehanteerd wordt als voor de waardering van de vastgoedbeleggingen zelf. In dit hoofdstuk is dit zowel theoretisch als praktisch uitgewerkt. Vanuit de theoretische benadering blijkt dat het heel goed mogelijk is de actuele waardebegrippen, die gehanteerd worden voor de activa, toe te passen op de financiering van deze activa. De praktijkoefeningen aan de hand van de onderzochte jaarrekeningen hebben de theoretische benadering concreet gemaakt. Ofschoon de informatie in de jaarrekeningen over het algemeen niet toereikend is om voor alle vastgoedbeleggingsinstellingen de actuele waarde van de financiering te bepalen, blijkt uit die gevallen waarin dit wel mogelijk was dat al snel sprake is van een materiële invloed op het (indirecte) resultaat indien daadwerkelijk de actuele waarde van de financiering on balance wordt verantwoord.

Voor de wijze waarop de actuele waarde voor financiering bepaald dient te worden en hoe deze verwerkt dient te worden in de jaarrekening kan voor een belangrijk deel aansluiting gezocht worden bij hetgeen voor de vastgoedbeleggingen reeds is geregeld. De reële waarde is de meest ingewikkelde variant van de actuele waarde van de financiering. Met name voor deze variant zou een erkende onafhankelijke taxateur gespecialiseerd in het bepalen van de reële waarde van financiering bedacht moeten worden.

In eerste instantie wordt gedacht aan een bank. Ook kan aansluiting gezocht worden bij de beschikbare informatie die verstrekt kan worden door het management van de betreffende vastgoedbeleggingsinstelling. De andere varianten van actuele waarde zijn redelijk eenvoudig concreet in te vullen. Verwerking van de mutaties in de actuele waarde van de financiering dienen mijns inziens bij voorkeur in de winst- en verliesrekening gepresenteerd te worden, als onderdeel van het indirecte beleggings- c.q. financieringsresultaat. Hiermee wordt aangesloten op de wijze waarop wijzigingen in de actuele waarde van vastgoedbeleggingen worden verwerkt. De in de toelichting op te nemen informatie sluit eveneens grotendeels aan bij hetgeen voor vastgoedbeleggingen dient te worden verantwoord.

Door het toepassen van de actuele waarde voor de financiering van vastgoed kan daadwerkelijk gesteld worden dat de jaarrekening op basis van actuele waarde is opgesteld. In mijn optiek wordt alleen in dat geval recht gedaan aan het inzicht dat de jaarrekening dient te verschaffen.

Zoals in hoofdstuk 4 is vermeld dienen vastgoedbeleggingsinstellingen veel informatie te verschaffen inzake de door hun aangetrokken (lang en kortlopende) externe financiering. Maar is dit nu voldoende voor een gebruiker van de jaarrekening? Kan deze gebruiker alle informatie die gegeven moet worden op de juiste wijze interpreteren? Wordt het hem niet te ingewikkeld gemaakt? Ziet hij door de bomen het bos nog wel? De belegger is geïnteresseerd in de toekomstige inkomsten van de beleggingsinstelling. Deze inkomsten vormen uiteindelijk de inkomsten voor de belegger en bepalen daarmee de waarde van de onderneming voor de belegger. In een jaarrekening wordt een foto geëtaleerd van de gang van zaken over het afgelopen boekjaar (winst- en verliesrekening) en de stand van zaken ultimo boekjaar (balans). De nu voorgeschreven te verantwoorden informatie en te hanteren waarderingsgrondslag voor de financiering van het vastgoed helpt de (potentiële) belegger niet in het nemen van beslissingen. De waarderingsgrondslag van beleggingen (actuele waarde, nader ingevuld als reële waarde) voorziet in ieder geval wel reeds in de informatiebehoefte, het geeft immers informatie over de op dat moment daadwerkelijk te realiseren waarde van het vastgoed. Door nu tevens de financiering op een soortgelijke wijze te verantwoorden wordt het inzicht in de marktwaarde van de vastgoedbeleggingsinstelling als geheel daadwerkelijk beter benaderd. De analisten die ik heb gesproken zouden dit inderdaad een verbetering vinden. In principe doen zij niet anders voor hun cliënteel, de (potentiële) beleggers, dan het bepalen van de marktwaarde van de vastgoedbeleggingsfondsen. Hierbij wordt ook zeer nadrukkelijk aandacht besteed aan de reële waarde van de financiering. Door dit in de jaarrekeningen van de vastgoedbeleggingsinstellingen te verwerken verkrijgt een groter publiek direct het betere inzicht.

Actief versus passief, bezit versus schuld, vastgoed versus financiering:

Marktwaarde versus nominale waarde?

SBV-MRE jaargang 1999-2001

Masterproof

drs. E. Hartkamp RA

Naast de informatie in de jaarrekening heeft de (potentiële) belegger behoefte aan met name prospectieve informatie, zowel kwalitatief (toekomstig beleid etc.) als kwantitatief (prognoses etc.). Waarderen van financiering op reële waarde betekent al een hele verbetering voor de jaarrekening doch biedt nog geen soelaas voor alle (prospectieve) informatiewensen van de (potentiële) belegger. De waarde van de gehele onderneming kan niet bepaald worden door het optellen van de uitkomsten van de verschillende afzonderlijke waarden van de activa en passiva. In het volgende hoofdstuk wordt daarom aandacht besteed aan andere vormen van berichtgeving en verantwoording door vastgoedbeleggingsinstellingen.

6 Nieuwe rapporteringen

6.1 Aanleiding

De jaarrekening is één van de traditionele instrumenten waarmee het bestuur van een vastgoedbeleggingsinstelling kan communiceren met de belanghebbenden bij deze onderneming.

Zowel in Nederland als in het buitenland zijn veel managers van vastgoedbeleggingsinstellingen gefrustreerd doordat de beurskoers van de door hun geleide fondsen (sterk) afwijkt van de intrinsieke waarde van hun ondernemingen, waarbij deze afwijking meestal negatief is. Verwezen wordt naar bijlage 10, waaruit blijkt dat ultimo boekjaar 2000 de beurswaarde per aandeel van 10 van de 14 onderzochte vastgoedbeleggingsinstellingen lager was dan de intrinsieke waarde volgens de jaarrekening. Er bestaat een verschil tussen de waardering van het fonds volgens de normen die in acht genomen dienen te worden bij het opstellen van de jaarrekening en tussen de waardering van het fonds op de beurs. De (potentiële) beleggers interpreteren de informatie uit de jaarrekening op een andere wijze c.q. hebben zij andere bronnen en soorten informatie die voor hen (mede) van belang zijn in hun oordeelsvorming over de juiste (markt)waarde van de onderneming.

De belegger is geïnteresseerd in de toekomstige inkomsten van de beleggingsinstelling. Deze inkomsten vormen uiteindelijk de inkomsten voor de belegger en bepalen daarmee de waarde van de onderneming voor de belegger. Naast de informatie in de jaarrekening heeft de (potentiële) belegger behoefte aan met name prospectieve informatie, zowel kwalitatief (toekomstig beleid etc.) als kwantitatief (prognoses etc.).

Op grond van deze constatering kan geconcludeerd worden dat het huidige rapportagemodel van de jaarrekening in ieder geval niet voldoende houvast biedt om als representatieve afspiegeling te dienen voor de beurswaarde van het fonds.

De overgang naar actuele waarde, voor de financiering van het vastgoed zoals betoogd in het vorige hoofdstuk, zou mijns inziens reeds een stap in de goede richting naar een beter inzicht in de reële waarde c.q. marktwaaarde van de vastgoedbeleggingsinstelling betekenen, doch er zijn nog meer mogelijkheden tot aanpassen van de externe financiële communicatie.

Door de professionalisering van de vastgoedbranche zijn managers van vastgoedfondsen telkens bezig met het verbeteren van de communicatie(-structuur) met betrekking tot hun fondsen. Enerzijds wordt op deze wijze vertrouwen van de (potentiële) beleggers voor de toekomst gewonnen, anderzijds wordt de vastgoedmarkt op deze wijze een steeds efficiëntere markt. De door de markt gewenste informatie wijkt af van de informatie die in de jaarrekening van het fonds wordt verstrekt.

Momenteel wordt naar middelen gezocht om de groeiende kloof tussen de informatie volgens het traditionele rapporteringsmodel en de door de beleggers gewenste informatie te dichten.

Mogelijk leiden deze initiatieven tot een andere wijze van externe communicatie. In ieder geval zullen andere onderwerpen gerapporteerd gaan worden.

Alle ondernemingen staan tegenwoordig onder sterke druk om aandeelhouderswaarde te creëren en in stand te houden. Zij kunnen deze waarde echter niet volledig realiseren, tenzij zij effectief rapporteren opdat beleggers hun strategie voor het creëren van aandeelhouderswaarde begrijpen en (mede op grond daarvan) vertrouwen krijgen in de capaciteiten van het management om de strategie succesvol ten uitvoer te brengen. Met het traditionele rapportagemodel is men niet in staat de informatie te verschaffen die nodig is om ondernemingen te analyseren met behulp van een meetsysteem waarbij de nadruk op toekomstige kasstromen ligt.

Het is niet zozeer dat het huidige rapportagemodel, met zijn zorgvuldige rapportageverplichtingen onnauwkeurig is, noch dat de wijze van administratieve verantwoording door beleggingsinstellingen verkeerd of onvoorzichtig is. Het is eerder een kwestie dat het huidige rapportagemodel historische resultaten meet ten koste van een groot aantal maatstaven die een beter inzicht bieden in de toekomstige waarde.

Het lijkt tijd het huidige rapportagemodel te actualiseren teneinde niet alleen inzicht te bieden in de activiteiten van de ondernemingen in de afgelopen periode, maar ook wat zij doen om in toekomstige perioden waarde te generen.

6.2 Initiatieven

Welke informatie moet nu additioneel worden verschaft aan potentiële beleggers opdat zij de juiste beslissingen kunnen nemen? Onderstaand wordt ingegaan op een aantal mogelijke varianten. Telkens wordt nadrukkelijk stilgestaan bij de aandacht die daarbij besteed wordt aan de financiering van vastgoed.

6.2.1 Franchise value

Young²⁰ heeft in 1999 een artikel gepubliceerd waarin hij een oorzaak probeert te achterhalen voor het verschil tussen de netto vermogenswaarde per aandeel van vastgoedbeleggingsinstellingen versus de beurskoers van het aandeel van de instellingen. Vastgoedbeleggingsinstellingen worden meestal met korting (discount) of een premie (premium) t.o.v. hun nettovermogenswaarde verhandeld.

²⁰ Young, James G., Determinants of REIT Franchise Value, Real Estate Review, Winter 1999, 48-56

Ligt de beurskoers boven de nettovermogenswaarde dan impliceert dit dat de beleggers groei potentie in het fonds zien, uitgaande van een efficiënte markttheorie waarin alle informatie verwerkt is in de aandelenprijzen.

Young heeft het begrip franchise value gehanteerd voor alle mogelijke componenten van de premie boven de nettovermogenswaarde waartegen de aandelen van een beleggingsinstelling worden verhandeld. Naar aanleiding van een literatuurstudie en diverse interviews met investeerders en managers van vastgoedbeleggingsinstellingen heeft Young de componenten die franchise value bepalen samengevat. Een belangrijke component van franchise value bleek te zijn 'Balance sheet strength / acces to attractively priced capital'. Het vermogen van een beleggingsinstelling om te groeien en om het rendement voor haar aandeelhouders te verhogen hangt volgens het onderzoek van Young voor een belangrijk deel af van haar huidige financieringsstructuur en haar vermogen tot verwerven van nieuw kapitaal.

Uit het testen van welke componenten nu echt invloed hebben op de premie van aandelenkoersen boven de nettovermogenswaarde van aandelen blijken zes componenten significant. Het is opvallend dat van deze zes er twee betrekking hebben op de met de passiefzijde van de balans samenhangende posten, namelijk:

- Capital deployment capacity
Beleggingsinstellingen met het vermogen om hun groeistrategie uit te oefenen zonder de posities van de bestaande aandeelhouders te verwateren hebben meer franchise value dan anderen;
- Percentage variable rate debt
Investeerders zijn bezorgd over de gevoeligheid van een beleggingsinstelling voor een stijging in de rente en de daling van de FFO die daardoor zou optreden. Hoe hoger de financiering met variable rente, des te lager is de franchise value.

6.2.2 Eva

Een andere maatstaf die is ontwikkeld om de prestaties van een beleggingsinstelling als geheel te beoordelen is het begrip Economic Value Added (EVA), zijnde het verschil tussen de netto winst verminderd met de financieringskosten. Het rendement op het totale vermogen wordt afgezet tegen de totale reële financieringskosten, zowel op vreemd vermogen als op eigen vermogen, waarmee deze maatstaf feitelijk gezien kan worden als criterium om te beoordelen of het management waarde heeft gecreëerd of vernietigd. Aan de hand van de EVA zou een premium of een discount van de marktwaaarde van het eigen vermogen ten opzichte van de intrinsieke waarde kunnen worden verklaard²². Ook in deze rapportagevorm is de financiering van het vastgoed klaarblijkelijk een essentieel onderdeel.

²² Grönloh, H.D. Intrinsieke waarde of 'share holder value'

6.2.3 Value reporting ²³

Stakeholders van ondernemingen hebben tegenwoordig in toenemende mate behoefte aan betere, vergelijkbare en vooral tijdige informatie. Value reporting omvat een samenstellend geheel van bedrijfsspecifieke financiële en niet financiële performancemaatstaven die iets zeggen zowel over de historie als over de toekomst dat een organisatie in staat stelt meerwaarde te halen uit haar externe rapportages.

Value reporting zal vooral goede diensten bewijzen in die gevallen waarin de traditionele financiële informatieverstrekking niet goed lijkt aan te sluiten bij de behoeften van de belangrijkste stakeholders. Ik denk dan vooral aan die situaties waarin het verschil tussen de beurswaarde en de intrinsieke waarde groot is. Dit gezegd hebbende wordt direct duidelijk dat ik van mening ben dat value reporting voor de vastgoedbeleggingsinstellingen zeer belangrijk zal gaan worden.

Uit onderzoek is gebleken dat de informatie en de methoden die (potentiële) beleggers in vastgoedbeleggingsinstellingen hanteren om aandelen te waarderen veel overeenkomsten vertonen met de methoden die managers hanteren om strategische en operationele beslissingen te nemen. Het blijkt hierbij van wezenlijk belang dat de stakeholders geïnformeerd worden over de vermogenskosten: Hoe definieert een vastgoedbeleggingsinstelling deze kosten, op welke wijze spelen zij een rol bij het nemen van (investerings-)beslissingen en hoe worden de vermogenskosten aangepast om de verschillende risicoprofielen van investeringsmogelijkheden tot uitdrukking te brengen. Deze analyse dient vervolgens met behulp van een aandeelhouderswaardemaatstaf, zoals EVA of rendement op geïnvesteerd vermogen, te worden gekoppeld aan de verantwoording van historische prestaties. Dit moet vervolgens worden afgezet tegen de marktinschatting van toekomstige prestaties.

6.3 Resumerend

Ook in de nieuwe rapporteringsvormen speelt informatie inzake de reële waarde van de financiering, de wijze waarop een vastgoedbeleggingsinstelling in haar financiering voorziet, wat de vermogenskosten zijn, welke (resterende) mogelijkheden er bestaan voor (her-)financiering, welke voorwaarden hieraan verbonden zijn etc. een zeer belangrijke rol in de besluitvorming van (potentiële) beleggers. In feite versterkt deze aandacht voor de financiering in nieuwe rapporteringsvormen de behoefte aan een andere informatieverschaffing omtrent financiering in de jaarrekening. Waardering op basis van actuele waarde van deze financiering zou mijns inziens een stap in de goede richting zijn.

²³ Eccles, Robert G., The valuereporting revolution

7 Conclusies

Laten we nu terugkeren naar de centrale probleemstelling van deze masterproof:

Is het mogelijk de waarderingsgrondslag actuele waarde toe te passen op de financiering met vreemd vermogen van de vastgoedbeleggingen, en, zo ja, wat is hiervan de (cijfermatige) invloed en wat voegt dit toe aan het inzicht dat een jaarrekening dient te geven?

7.1 Jaarrekening

In hoofdstuk 2 zijn de algemene normen die in acht genomen dienen te worden bij het opstellen van een jaarrekening besproken. De belangrijkste voorwaarde waaraan bij het uitwerken van de normen voldaan dient te worden is het inzicht dat de jaarrekening dient te geven in het vermogen van de vastgoedbeleggingsinstelling ultimo boekjaar en in het resultaat over het betreffende boekjaar. De jaarrekening dient volgens normen die in het maatschappelijk verkeer aanvaard zijn een getrouw beeld te geven.

Waarderingsgrondslagen en de in de toelichting op te nemen gegevens vormen belangrijke keuzes die gemaakt dienen te worden bij het opstellen van de jaarrekening. In hoofdstuk 3 is het referentiekader geschetst van de bestaande richtlijnen inzake de waarderingsgrondslag voor vastgoedbeleggingen en de informatie die in de toelichting van de jaarrekening van een vastgoedbeleggingsinstelling dienaangaande verantwoord dient te worden.

De vastgoedbeleggingen mogen in Nederland op reële waarde worden gewaardeerd, hetgeen in de praktijk tevens de belangrijkste waarderingsgrondslag voor de beleggingen blijkt te zijn. De waardemutaties uit hoofde van het toepassen van dit actuele waardebegrip kunnen hetzij rechtstreeks ten gunste c.q. ten laste van de herwaarderingsreserve in de balans worden verantwoord, hetzij als indirect beleggingsresultaat in de winst- en verliesrekening. Uit de praktijk blijkt dat in veruit de meeste gevallen verantwoording in de winst- en verliesrekening plaatsvindt.

In hoofdstuk 4 is vastgesteld dat de financiering met vreemd vermogen de belangrijkste post is aan de passiefzijde van de vastgoedbeleggingsinstelling (het eigen vermogen niet meegerekend). De waarderingsgrondslag voor deze financiering is de nominale waarde. De keuze voor deze grondslag is deels gebaseerd op het feit dat van een schuld in geld de hoofdsom terugbetaald dient te worden en deels op pragmatische overwegingen: Waardering tegen nominale waarde is relatief eenvoudig.

Hoofdstuk 5 is begonnen met een betoog waarmee duidelijk is gemaakt dat specifiek voor vastgoedbeleggingsinstellingen de financiering direct verband houdt met de activa waarvoor de financiering is aangetrokken.

De financiering wordt aangewend om bestaand vastgoed aan te kunnen schaffen c.q. om nieuw vastgoed te kunnen ontwikkelen. Er bestaat een duidelijke relatie tussen de financiering en de verwerving c.q. vervaardiging van één of enkele vastgoedobjecten. Hieruit wordt geconcludeerd dat de vastgoedbeleggingen en de daarmee samenhangende financiering gezien kunnen worden als een homogene groep. Als gevolg van deze conclusie is het toegestaan de gedachte van toepassen van de actuele waarde voor de financiering nader uit te werken, sterker nog: gelet op de homogeniteit en het inzicht dat op basis van marktwaarde gegeven dient te worden in de jaarrekening van de vastgoedbeleggingsinstelling, is het feitelijk meer een verplichting om de financiering van het vastgoed eveneens op actuele waarde te waarderen.

In theorie is uiteengezet hoe de actuele waardebegrippen die beschikbaar zijn voor de activa, zoals verwoord in het BWA en in de RJA voor beleggingsinstellingen, kunnen worden toegepast voor de financiering van vastgoed. Dit blijkt goed te kunnen.

Teneinde de gedachte kracht bij te zetten zijn praktijkoefeningen gemaakt aan de hand van de onderzochte jaarrekeningen van Nederlandse ter beurze genoteerde vastgoedbeleggingsinstellingen. Uit deze exercities is gebleken dat het in de praktijk goed mogelijk is, indien er voldoende informatie beschikbaar is, om de actuele waarde van financiering te bepalen. Tevens is door deze praktijkoefeningen duidelijk geworden dat on balance verwerking van de actuele waarde van financiering materiële invloed heeft op het verantwoorde (indirecte) resultaat.

Bij het toepassen van reële waarde voor de financiering kan vrijwel geheel worden aangesloten bij de uitgekristalliseerde procedures en richtlijnen die gelden voor het bepalen en verantwoorden van de reële waarde van de vastgoedbeleggingen. In navolging tot de waardemutaties van deze beleggingen zouden de waardemutaties van de daarmee samenhangende financiering eveneens hetzij via de herwaarderingsreserve op de balans verantwoord kunnen worden in het eigen vermogen, hetzij als ongerealiseerde waardemutatie in het indirecte resultaat in de winst- en verliesrekening. In de toelichting dienen vervolgens de uitgangspunten uiteengezet te worden die door de in- of externe deskundige, verantwoordelijk voor de waardebepaling, uiteengezet te worden. Evenals de mutaties uit hoofde van de herwaardering van vastgoedbeleggingen als indirect resultaat door vrijwel alle vastgoedbeleggingsinstellingen wordt gepresenteerd in de winst- en verliesrekening, is het inzicht in de jaarrekening het meest gediend als de mutaties uit hoofde van het toepassen van de actuele waarde voor de financiering met vreemd vermogen eveneens in het indirecte resultaat in de winst en verliesrekening worden verantwoord.

Daar het concept in deze masterproof nieuw is, is getracht het concept te toetsen door er diverse praktische en principiële kanttekeningen bij aan te tekenen. Getracht is deze kanttekeningen zo goed mogelijk te weerleggen.

Er is geen kanttekening zo zwaarwegend gebleken dat afgezien dient te worden van het concept. In hoofdstuk 5 is hiertoe voor een aantal aspecten nagedacht over concrete invulling.

Genoemd worden nadere richtlijnen over verantwoording van de waardemutatie, additioneel benodigde informatie, de gedachten over de markt voor financiering en de in te schakelen externe deskundige of interne deskundige voor het bepalen van met name de reële waarde van de financiering.

Ik ben van mening dat in deze masterproof bewezen is dat het toepassen van actuele waarde voor financiering met vreemd vermogen voor vastgoedbeleggingen goed mogelijk is. Sterker nog, gelet op de materiële invloed op het (indirecte) resultaat, is het toepassen van deze waarderingsgrondslag noodzakelijk teneinde in de jaarrekening het vereiste getrouwe beeld te kunnen waarborgen. Daarnaast is dit de enige (juiste) wijze waarop de jaarrekening van een vastgoedbeleggingsinstelling daadwerkelijk voor haar belangrijkste componenten (de vastgoedbeleggingen en de daarmee samenhangende financiering) op marktwaaarde kan worden gewaardeerd, zoals nu reeds gebeurt in rapporten van analisten van vastgoedbeleggingsinstellingen. Gelet op de mate van samenhang tussen de financiering en de belegging mogen voor beide categorieën mijns inziens geen verschillende waarderingsgrondslagen worden gehanteerd. Op die wijze wordt immers niet het juiste inzicht in de marktwaaarde van de vastgoedbeleggingsinstelling als geheel gepresenteerd.

Inzicht geven in de marktwaaarde van zowel de beleggingen als van de financiering van de beleggingen is een stap in de juiste richting naar een situatie waarin de intrinsieke waarde van een aandeel van een vastgoedbeleggingsinstelling de koers waartegen het aandeel op de beurs wordt verhandeld (vrijwel) overeenkomen. Indien de vastgoedbeleggingsinstelling immers pretendeert dat de jaarrekening op basis van marktwaaarde is opgesteld, zouden beide grootheden overeen dienen te komen. Het is echter waarschijnlijk nog niet dé oplossing. Voor een belegger is het immers met name interessant een idee te vormen over welke toekomstige inkomsten de beleggingsinstelling zal gaan genereren. Hiervoor heeft de belegger behoefte aan andere informatie dan die tot nu toe in de jaarrekening wordt verantwoord. In deze masterproof is aandacht besteed aan nieuwe wijze van rapporteringen, waarmee getracht wordt zoveel mogelijk aan de informatiebehoefte van de (potentiële) belegger te voldoen. Dit wordt in de volgende paragraaf samengevat.

7.2 Nieuwe rapporteringen

Vrijwel alle beursgenoteerde vastgoedbeleggingsinstellingen worden verhandeld met een premium of een discount op hun intrinsieke waarde per aandeel zoals deze laatste blijkt uit de jaarrekening.

Deze omstandigheid is aanleiding geweest tot herbezinning op de traditionele wijze van verantwoording afleggen in de vorm van de jaarrekening en tot onderzoek naar nieuwe vormen van externe verantwoording die beter voorziet in de behoeften van (potentiële) beleggers die klaarblijkelijk niet worden bevredigd met de traditionele wijze van informatieverschaffing. In hoofdstuk 6 is een aantal van deze nieuwe initiatieven besproken.

Van deze nieuwe rapporteringen richt EVA zich uitsluitend op de financiële prestaties van de vastgoedbeleggingsinstelling. EVA wijkt af van traditionele externe verslaggeving door haar methodiek van waarden van een onderneming, waarbij niet alleen gekeken wordt naar de reële waarde van beleggingen en het resultaat dat met deze beleggingen is behaald, doch waarbij met behulp van een nieuwe maatstaf wordt beoordeeld of er waarde is gecreëerd of vernietigd. Opvallend is dat EVA zeer veel aandacht besteed aan de (reële) financieringskosten van de onderneming, waarmee onderstreept wordt dat in de huidige externe verslaggeving onvoldoende of in ieder geval niet de juiste informatie wordt verstrekt inzake financiering.

De andere twee nieuwe rapportagefilosofieën richten zich naast de financiële prestaties tevens op niet financiële, kwalitatieve (management-)informatie. De besproken begrippen zijn franchise value en value reporting. Zowel prospectieve als retrospectieve informatie is hierbij van belang. Getracht wordt om met zoveel mogelijk relevante informatie inzicht te bieden in de performance van de vastgoedbeleggingsinstelling. Ook bij deze vormen van rapporteren en communiceren is het opvallend hoeveel belang gehecht wordt aan de wijze waarop het vastgoed gefinancierd is c.q. kan worden.

De aandelenkoers van een onderneming is uiteindelijk afhankelijk van haar prestaties. En dat is de essentie van een effectieve rapportagestructuur, het zo volledig en nauwkeurig communiceren over de prestaties van een onderneming zodat beleggers de juiste waarde van haar aandeel kunnen bepalen. Over het geheel genomen is het aan beleggers verschaffen van de informatie die zij nodig hebben de moeite waard, eenvoudigweg omdat de markt beter functioneert op basis van kennis dan op basis van giswerk en omdat op die manier een betere, meer geloofwaardige, indruk door het management gemaakt kan worden die gewaardeerd wordt door beleggers in ruil voor meer bestendige en langdurigere relaties.

Gelet op de bestaande discrepantie tussen de informatiebehoeften van (potentiële) beleggers in vastgoedbeleggingsinstellingen en de traditionele wijze van afleggen van verantwoording door middel van de jaarrekening, zal met name value reporting in de nabije toekomst het middel zijn om deze discrepantie, de informatiekloof, zoveel mogelijk te gaan dichten. Value reporting zal daarmee een belangrijkere rol gaan innemen dan de traditionele jaarrekening. In de nieuwe rapporteringen zal meer en andere informatie worden verstrekt inzake de wijze waarop de financiering van het vastgoed plaatsvindt c.q. kan plaatsvinden.

Actief versus passief, bezit versus schuld, vastgoed versus financiering:

Marktwaaarde versus nominale waarde?

SBV-MRE jaargang 1999-2001

Masterproof

drs. E. Hartkamp RA

BIJLAGEN

1 Geraadpleegde literatuur en bestudeerde jaarverslagen

Op basis van bestudering van de jaarrekeningen van een 14-tal Nederlandse beursgenoteerde vastgoedbeleggingsinstellingen:

- 2 Specificatie van de (waarderingsgrondslagen van) vastgoedbeleggingen
- 3 Specificatie van het belang van passiefposten
- 4 Specificatie van het belang van langlopende financiering en interestlasten
- 5 Specificatie van rentepercentages, looptijden en zekerheden
- 6 Specificatie van het belang van hypothecaire leningen
- 7 Specificatie van de vervangingsfinanciering
- 8 Specificatie van de contante waarde van de financiering
- 9 Specificatie van de intrinsieke waarde en beurswaarde per aandeel

Actief versus passief, bezit versus schuld, vastgoed versus financiering:

Marktwaaarde versus nominale waarde?

SBV-MRE jaargang 1999-2001

Masterproof

drs. E. Hartkamp RA

Literatuurlijst

Allen, Marcus T., Rutherford, Ronald C.

The impact of financing decisions on the security returns of real estate corporations

Journal of Real Estate Finance and Economics, 5: 393-400 (1992)

Baxter, W.

Asset and liability Values

Accountancy (UK), April 1994, p. 135-137

Beckman, H., Bindenga, A.J., Meijer, W.M., Krens, F., Smits, H.

Compendium voor de jaarrekening. Wegwijzer voor de praktijk

Kluwer, Deventer

Below, Scott D, Kiely, Joseph K., McIntosh, Willard

REIT pricing efficiency: Should investors still be concerned?

The Journal of Real Estate Research, 1996, 397-413

Boone, L.H.M.

De jaarrekening van onroerend goed beleggingsmaatschappijen

Referaat Erasmus Universiteit Rotterdam

Den Haag, juli 1992

Brealey R.A., Myers S.C., Marcus A.J.b

Fundamentals of corporate finance

Irwin, McGraw-Hill, International (second) edition, 1999

Braam, G.J.M.

Externe financiële verslaggeving door beleggingsinstellingen

Kluwer, Nijmegen 1998

Braam, G.J.M.

Een beschouwing over externe financiële verslaggeving voor beleggingsinstellingen

MAB, januari/februari 2000, p. 43 - 49

Chidney, P., Bevan, S.

Accounts and audit of property companies

Butterworths, London, 1994

Actief versus passief, bezit versus schuld, vastgoed versus financiering:

Marktwaarde versus nominale waarde?

SBV-MRE jaargang 1999-2001

Masterproof

drs. E. Hartkamp RA

Copeland, Tom, Koller, Tim, Murrin, Jack

Valuation, measuring and managing the value of companies

John Wiley & Sons, New York, 3rd ed. 2000

Deepak Kulkarni

The valuation of liabilities

Accounting and Business research, summer 1980, 291-297

Dijksma, J., Koevoets, J.A.G.M., Vergoossen, R.G.A.

Het jaar 1998 verslagen

Onderzoek jaarverslaggeving Nederlandse ondernemingen

Nivra geschriften 69

In deze, hoofdstuk 4, **Rapporteren over vermogen: eigen of vreemd vermogen**

Backhuijs, J.B., Blij, I.H.C.

Kluwer, Amsterdam, 1999

Dunckley, J.

Financial reporting standards: is market value for the existing use now obsolete?

Journal of Property Investment & Finance, vol. 18, no. 2, 2000, pp 212-224

Eccles, Robert G., Herz, Robert H., Keegan, Mary E., Phillips, David M.H.

The value reporting revolution

John Wiley & Sons, New York, 2001

Geffen, C.J.A. van

De Europese jaarrekeningrichtlijnen en internationale verslaggevingsstandaarden van het IASC

Nieuwsbrief Accountancy, april 1999, p. 1-3

Gool, O. van, Weisz R.M., Wetten, P.G.M. van

Onroerend goed als belegging

Stenfert Kroese, Culemborg, 1993

Gool, P van

Intrinsieke waarde versus cash flow

Vogon Journaal, december 1993 - 6

Grönloh, H.D.

Intrinsieke waarde of 'share holder value'

Masterproof PDO Vastgoedkunde, jaargang 1997-1999

Actief versus passief, bezit versus schuld, vastgoed versus financiering:

Marktwaaarde versus nominale waarde?

SBV-MRE jaargang 1999-2001

Masterproof

drs. E. Hartkamp RA

Have, George G.M. ten

Taxatieleer onroerende zaken

Educatieve Partners, Houten 1999

International Accounting Standards Committee

International Accounting Standards

Londen

Kasteren, F.A.C.M. Van

De verwerking van als belegging bedoelde leningen in de jaarrekening van een vastgoedbeleggingsinstelling

De Accountant, nr. 10, Juni 1994, p. 718 – 721

Meuller, Glenn R. and Crean, Michael J.

The At-Risk Rent Ratio

Real Estate Review, Winter 1993, 30-35

Norton, Charles F., Nessen, Robert L.

Financing choices stacked up against the bottom line

Corporate Real Estate Executive, vol. 12, no. 9, November/December 1997, 28-31

Pacter, P., Rivat, L. (vertaling en bewerking: Berkien, J.A.M)

IAS 35 en IAS 36

TFM, November/December 1998, p. 60-63

Pacter, P.

International accounting standards, the world's standards by 2002

The CPA Journal, July 1998, p. 14- 21

PricewaterhouseCoopers N.V.

Handboek financiële verslaggeving 2001

Beleggingsinstellingen: Verslaggeving & Toezicht

Raad voor de Jaarverslaggeving

Richtlijnen voor de jaarverslaggeving

Kluwer, Deventer, editie 1999

Stevens, L.G.M.

Financieringskosten en fiscale winstbepaling

Weekblad voor fiscaal recht, 1982, 1243-1251

Actief versus passief, bezit versus schuld, vastgoed versus financiering:
Marktwaarde versus nominale waarde?
SBV-MRE jaargang 1999-2001
Masterproof
drs. E. Hartkamp RA

Taylor, Louis W. and Paolone, Anthony
The effect of REIT mergers on REIT stock prices
Real estate Review, Spring 1997, 34-40

Vergedaal – Ong, Willeke, Degenhart, Paul
Vastgoed Update
PricewaterhouseCoopers, juni 2001

Wet op de inkomstenbelasting 1964
Artikelsgewijs commentaar
Aantekening 53 Financieringskosten bedrijfsmiddel

Wiel, R.G. van de
Koppeling van Value Based Management en Performance Management
Tijdschrift Financieel Management, volume 20 nr 4, juli/augustus 2000, 80-87

Wieleman, H.H.H.
De jaarrekening van onroerend goed beleggingsmaatschappijen
MAB, April 1990, p. 114 – 122

Young, James G.
Determinants of REIT Franchise Value
Real Estate Review, Winter 1999, 49-56

Actief versus passief, bezit versus schuld, vastgoed versus financiering:

Marktwaarde versus nominale waarde?

SBV-MRE jaargang 1999-2001

Masterproof

drs. E. Hartkamp RA

Bestudeerde jaarverslagen:

DIM Vastgoed N.V., Breda, Jaarverslag 2000

Haslemere N.V., Rotterdam, Jaarverslag 2000

Nieuwe Steen Investments N.V., Hoorn, Jaarverslag 2000

Rodamco Asia N.V., Rotterdam, Jaarverslag 2000/2001

Rodamco Continental Europe N.V., Rotterdam, Jaarverslag 2000

Rodamco North America N.V., Rotterdam, Jaarverslag 2000/2001

Rodamco Retail Nederland N.V., Rotterdam, Jaarverslag 2000

Uni-Invest N.V., Amsterdam, Annual Report 2000

Vastgoed Mixfonds, Rotterdam, Jaarverslag 2000

VastNed Offices/Industrial N.V., Rotterdam, Jaarverslag 2000

VastNed Retail N.V., Rotterdam, Jaarverslag 2000

VIB N.V., Utrecht, Verslag over 2000

Wereldhave N.V., Den Haag, Jaarverslag 2000

WS Vastgoed Westersuyker N.V., Rijssen, Jaarverslag 2000

Bijlage 2 t/m 9

Bijlage 2: Specificatie materialiteit vastgoedbeleggingen, gehanteerde waarderingsgrondslag vastgoedbeleggingen, wijze van presenteren van indirect resultaat

Bedragen in EUR miljoen, geconsolideerde jaarrekeningen 2000

Vastgoedbeleggingsinstelling	Vastgoedbeleggingen	Overige activa	Balans totaal	% vastgoedbeleggingen	% Overige activa	Reële waarde Marktwaarde	Verwerking indirect beleggingsresultaat
	A	B	C	A:C	B:E		
Corio	2.705	73	2.778	97%	3%	v	Als mutatie eigen vermogen in herwaarderingsreserve + in V&W als indirect resultaat
DIM Vastgoed	248	8	256	97%	3%	v	Als mutatie eigen vermogen in herwaarderingsreserve
Haslemere	2.342	204	2.546	92%	8%	v	Als mutatie eigen vermogen in herwaarderingsreserve + in V&W als indirect resultaat
NSI	599	4	603	99%	1%	x (*)	Niet van toepassing
Rodamco Asia	605	104	709	85%	15%	v	Als mutatie eigen vermogen in herwaarderingsreserve + in V&W als indirect resultaat
Rodamco Europe	5.263	391	5.654	93%	7%	v	Als mutatie eigen vermogen in herwaarderingsreserve + in V&W als indirect resultaat
Rodamco NA	6.209	779	6.988	89%	11%	v	Als mutatie eigen vermogen in herwaarderingsreserve + in V&W als indirect resultaat
Rodamco Retail	578	35	613	94%	6%	v	Als mutatie eigen vermogen in herwaarderingsreserve + in V&W als indirect resultaat
Uni-Invest	1.529	82	1.611	95%	5%	v	Alleen in V&W
Vastgoed Mixfonds	69	32	101	68%	32%	v	Als mutatie eigen vermogen in herwaarderingsreserve + in V&W als indirect resultaat
VastNed O/I	1.053	159	1.212	87%	13%	v	Als mutatie eigen vermogen in herwaarderingsreserve + in V&W als indirect resultaat
VastNed Retail	1.344	175	1.519	88%	12%	v	Als mutatie eigen vermogen in herwaarderingsreserve + in V&W als indirect resultaat
Wereldhave	1.776	94	1.860	95%	5%	v	Als mutatie eigen vermogen in herwaarderingsreserve + in V&W als indirect resultaat
Westersuyker	202	29	231	88%	12%	v	Als mutatie eigen vermogen in herwaarderingsreserve + in V&W als indirect resultaat
Totaal	24.522	2.169	26.680	91,91%	8,13%		

(*) Historische kosten

Bijlage 3: Specificatie belang passiefposten

Bedragen in EUR miljoen, geconsolideerde jaarrekeningen 2000

Vastgoedbeleggings- instelling	Eigen vermogen	Voorzieningen	Langlopende financiering (*)	Kortlopende schulden	Balans totaal	% Eigen vermogen	% Voorzieningen	% Langlopende financiering	% Kortlopende schulden	
	A	B	C	D	E	A:E	B:E	C:E	D:E	
Corio	1.645	18	670	445	2.778	59%	1%	24%	16%	
DIM Vastgoed	72	2	159	22	256	28%	1%	62%	9%	a
Haslemere	1.558	6	802	180	2.546	61%	0%	32%	7%	b
NSI	297	0	276	30	603	49%	0%	46%	5%	c
Rodamco Asia	413	0	258	38	709	58%	0%	36%	5%	
Rodamco Europe	3.000	105	2.215	334	5.654	53%	2%	39%	6%	
Rodamco NA	2.894	109	3.765	220	6.988	41%	2%	54%	3%	d
Rodamco Retail	453	0	130	30	613	74%	0%	21%	5%	
Uni-Invest	774	12	735	90	1.611	48%	1%	46%	6%	
Vastgoed Mixfonds	61	0	32	8	101	60%	0%	32%	8%	
VastNed O/I	553	15	210	434	1.212	46%	1%	17%	36%	
VastNed Retail	791	19	326	383	1.519	52%	1%	21%	25%	
Wereldhave	1.088	48	438	286	1.860	58%	3%	24%	15%	
Westersuyker	72	6	143	9	231	31%	3%	62%	4%	100%
Totaal	13.671	340	10.159	2.509	26.680	51,24%	1,28%	38,08%	9,41%	100%

(*) inclusief kortlopende deel, af te lossen in volgend boekjaar

- a met name vanwege kortlopende schulden aan kredietinstellingen ad euro 225 mln
- b met name vanwege kortlopende schulden aan kredietinstellingen ad euro 320 mln (benutte kredietfaciliteit)
- c met name vanwege kortlopende schulden aan kredietinstellingen ad euro 350 mln (benutte kredietfaciliteit)
- d met name vanwege investeringsverplichtingen ad euro 124 mln

Bijlage 4: Specificatie belang langlopende financiering en interestlasten

Bedragen in EUR miljoen, ontleend aan de geconsolideerde jaarrekeningen 2000

Vastgoedbeleggings- instelling	Langlopende financiering (*)	Vastgoed- beleggingen	Loan to value	Balans totaal	% Langlopende financiering	Interest- lasten	Netto resultaat	% Interest- lasten
	A	B	C = A:B	D	E = A:D	F	G	H = F:G
Corio	670	2.705	25%	2.778	24%	31	100	31%
DIM Vastgoed	159	248	64%	256	62%	12	6	200%
Haslemere	802	2.342	34%	2.546	32%	49	101	49%
NSI	276	599	46%	603	46%	16	32	50%
Rodamco Asia	258	605	43%	709	36%	20	21	95%
Rodamco Europe	2.215	5.263	42%	5.654	39%	94	215	44%
Rodamco NA	3.765	6.209	61%	6.988	54%	130	227	57%
Rodamco Retail	130	578	22%	613	21%	4	25	16%
Uni-Invest	735	1.529	48%	1.611	46%	49	116	42%
Vastgoed Mixfonds	32	69	46%	101	32%	0	2	20%
VastNed O/I	210	1.053	20%	1.212	17%	18	54	33%
VastNed Retail	326	1.344	24%	1.519	21%	25	92	27%
Wereldhave	438	1.776	25%	1.860	24%	20	86	23%
Westersuyker	143	203	70%	231	62%	7	7	100%
Totaal	10.159	24.524	41%	26.680	38%	475	1.084	44%

(*) inclusief het kortlopende deel, af te lossen in het volgend boekjaar

Bijlage 5: Specificatie van rentepercentages, looptijden en zekerheden

Vastgoedbeleggings- instelling	rente	gemiddeld	looptijd in jaren	Nominale waarde	reële waarde	toelichting externe financiering	zekerheid
Corio	-	5,60%	4,2 (*)	v	-	-	Vrijwel geen hypothecaire leningen
DIM Vastgoed (**)	6,75%-9,60%	-	-	v	-	-	Uitsluitend hypothecaire leningen, vastgoed tot dat bedrag als zekerheid
Haslemere	5,70%-10,50%	7,58%	2 tot 24	v	v	-	Deels hypotheccair, overig niet vermeld
NSI	3,97%-6,875%	5,80%	1 tot 30	v	-	-	Uitsluitend hypothecaire leningen
Rodamco Asia	3,70%-9,0%	(***)	1 tot 14	v	-	-	Deels hypotheccair, deels overige leningen, zekerheden niet gemeld
Rodamco Europe	4,20%-7,10%	(***)	1 tot 8	v	-	-	Deels hypotheccair met vastgoed als zekerheid, deels overig zekerheden niet vermeld
Rodamco NA	6,14%-8,38%	(**)	1 tot 15	v	v	v	Deels hypotheccair (non recourse), deels overig (voorrang op andere schulden, zekerheid echter onvermeld)
Rodamco Retail	euribor + opslag -6%	-	4	v	-	-	Niet vermeld
Uni-Invest	4,0%-9,3%	6,10%	1 tot 30	v	-	-	Hypotheccair met vastgoed (en huurinkomen en bankgaranties) als zekerheid
Vastgoed Mixfonds	-	6,10%	-	v	-	-	Hypotheccair, zekerheden onvermeld
VastNed O/I	4,05%-8,25%	5,76%	1 tot 13	v	-	-	Deels hypotheccair met vastgoed als zekerheid, deels overig zekerheden niet vermeld
VastNed Retail	4,05%-8,875%	5,32%	1 tot 17	v	-	-	Deels hypotheccair met vastgoed als zekerheid, deels overig zekerheden niet vermeld
Wereldhave	5,50%-6,80%	6,10%	4,8 (*)	v	-	-	Niet vermeld
Westersuyker	4,50%-6,66%	5,18%	5 tot 14	v	-	-	Hypotheccair met vastgoed als zekerheid

(*) gemiddelde

(**) gemiddelden per soort lening

(***) gemiddelden per land zijn gegeven

Bijlage 6: Specificatie van het aandeel van hypothecaire leningen t.o.v. de totale financiering met vreemd vermogen

Bedragen in EUR miljoen, ontleend aan de geconsolideerde jaarrekeningen 2000

Vastgoedbeleggings- instelling	Langlopende financiering (*)	Hypothecair	% Hypothecaire financiering
	A	B	C = B:A
Corio	670	6	1% Vrijwel geen hypothecaire leningen
DIM Vastgoed	159	159	100% Uitsluitend hypothecaire leningen, vastgoed tot dat bedrag als zekerheid
Haslemere	802	530	66% Deels hypothecair, overig niet vermeld
NSI	276	276	100% Uitsluitend hypothecaire leningen
Rodamco Asia	258	258	100% Deels hypothecair, deels overige leningen, zekerheden niet gemeld
Rodamco Europe	2.215	596	27% Deels hypothecair met vastgoed als zekerheid, deels overig zekerheden niet vermeld
Rodamco NA	3.765	2.080	55% Deels hypothecair (non recourse), deels overig (voorrang op andere schulden, zekerheid echter onvermeld)
Rodamco Retail			Niet vermeld
Uni-Invest	735	735	100% Hypothecair met vastgoed (en huurinkomen en bankgaranties) als zekerheid
Vastgoed Mixfonds	32	32	100% Hypothecair, zekerheden onvermeld
VastNed O/I	210	210	100% Deels hypothecair met vastgoed als zekerheid, deels overig met zekerheid hypotheek
VastNed Retail	326	326	100% Deels hypothecair met vastgoed als zekerheid, deels overig met zekerheid hypotheek
Wereldhave			Niet vermeld
Westersuyker	143	143	100% Hypothecair met vastgoed als zekerheid
Totaal	9.591	5.351	56%

(*) inclusief het kortlopende deel, af te lossen in het volgend boekjaar

Bijlage 7: Specificatie van de vervangingsfinanciering

Bedragen in EUR miljoen

Vastgoedbeleggings- instelling	Gemiddeld rentepercentage	Langlopende financiering	Interest lasten	Gewogen gemiddelde rente	Afwijking t.o.v. gemiddelde rente	Theoretische stand lening	Verschil werkelijke stand	PV Lening	Herwaardering tov werkelijke stand
	A	B	C	D	E = A - D	F = C : A	G = F - B	H = C : D	I = B - H
Corio	5,60%	670	31		-0,33%	554	-116	523	147
Haslemere	7,58%	802	49		1,65%	646	-156	827	-25
NSI	5,80%	276	16		-0,13%	276	0	270	6
Uni-Invest	6,10%	735	49		0,17%	803	68	827	-92
Vastgoed Mixfonds	6,10%	32	0		0,17%	7	-25	7	25
VastNed O/I	5,76%	210	18		-0,17%	313	103	304	-94
VastNed Retail	5,32%	326	25		-0,61%	470	144	422	-96
Wereldhave	6,10%	438	20		0,17%	328	-110	338	100
Westersuyker	5,18%	143	7		-0,75%	131	-12	115	28
Totaal		3.632	215	5,93%					
DIM Vastgoed	(**)								
Rodamco Asia	(***)								
Rodamco Europe	(***)								
Rodamco NA	(**)								
Rodamco Retail	(*)								

(*) gemiddelde
 (**) gemiddelden per soort lening
 (***) gemiddelden per land zijn gegeven

Gelet op deze wijze van verantwoord van interestpercentages kan niet één gemiddeld percentage berekend worden voor de leningen. Daarom zijn deze instellingen buiten beschouwing gelaten in deze opstelling.

Bijlage 8: Specificatie van de contante waarde van de financiering ('de bedrijfswaarde')

Bedragen in EUR miljoen

Vastgoedbeleggings- instelling	Gemiddeld rentepercentage	Resterende looptijd	N	A	B	Totale tussentijds periodieke betaling	C = A + B	FV	Huidige waarde lening	D = PV	Verantwoorde waarde	E	F = E - D	Verschil obv marktinterest	G = PV bij 1% = 5,93	H = E - G	Herwaardering
Corio	5,60%	4,20	37,49	0,00	0,00	37,49	669,50	669,50	669,50	669,50	669,50	669,50	0,00	0,00	661,50	8,00	8,00
Rodamco Asia	6,30%	2,00	1,31	0,00	0,00	1,31	20,80	20,80	20,80	20,80	20,80	20,80	0,00	0,00	20,94	-0,14	-0,14
	8,60%	8,50	0,74	0,00	0,00	0,74	8,60	8,60	8,60	8,60	8,60	8,60	0,00	0,00	10,10	-1,50	-1,50
	9,00%	13,50	7,02	0,00	0,00	7,02	78,00	78,00	78,00	78,00	78,00	78,00	0,00	0,00	99,83	-21,83	-21,83
	5,60%	1,25	4,40	0,00	0,00	4,40	78,50	78,50	78,50	78,50	78,50	78,50	0,00	0,00	78,20	0,30	0,30
	7,80%	3,00	0,61	0,00	0,00	0,61	7,80	7,80	7,80	7,80	7,80	7,80	0,00	0,00	8,19	-0,39	-0,39
	8,40%	0,75	5,21	0,00	0,00	5,21	62,00	62,00	62,00	62,00	62,00	62,00	0,00	0,00	63,09	-1,09	-1,09
							255,70	255,70	255,70	255,70	255,70	255,70	0,00	0,00	280,35	-24,65	-24,65

Bijlage 9: Specificatie van de intrinsieke waarde en beurswaarde per aandeel

Bedragen in EUR, intrinsieke waarde en beurswaarde ultimo boekjaar 2000

Vastgoedbeleggings- instelling	Intrinsieke waarde per aandeel	Beurswaarde per aandeel	Afwijking tov intrinsieke waarde	Procentueel
Corio	25,74	27,00	1,26	4,90%
DIM Vastgoed	14,91	10,77	-4,14	-27,76%
Haslemere	63,01	42,15	-20,86	-33,11%
NSI	12,07	14,90	2,83	23,45%
Rodamco Asia	23,34	15,70	-7,64	-32,73%
Rodamco Europe	41,43	40,60	-0,83	-2,00%
Rodamco NA	65,88	45,00	-20,88	-31,69%
Rodamco Retail	56,27	51,00	-5,27	-9,37%
Uni-Invest	13,14	11,20	-1,94	-14,76%
Vastgoed Mixfonds	26,45	27,35	0,90	3,40%
VastNed O/I	31,06	28,80	-2,26	-7,28%
VastNed Retail	49,89	42,75	-7,14	-14,31%
Wereldhave	61,09	52,00	-9,09	-14,88%
Westersuyker	34,45	33,10	-1,35	-3,92%