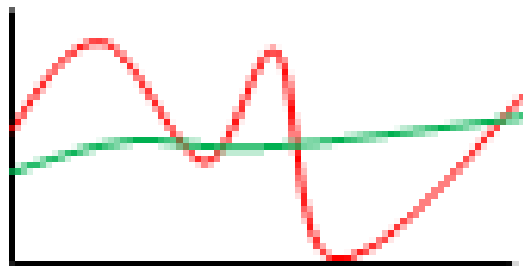


Economisch waarderen van vastgoed — de ontbrekende schakel toegevoegd ?

Aanknopingspunten voor een bestendig economisch waardebegrip voor
vastgoedinvesteringen



Scriptie MRE opleiding 2014-2016

Auteur: Susanne Overes

Begeleider: drs. A.R. Marquard

Examinator: dr. J. Vis MBA CMC RV FRICS

Ten geleide

De recente financiële crisis, die ingezet werd met de val van Lehman Brothers, heeft veel financiële vastgoedprofessionals aan het denken gezet over de waarde en het waarderen van vastgoedinvesteringen.¹ Vastgoedinvesteringen zijn kapitaalintensief. Er is als het ware veel geld in opgeslagen. Door disrupties in de financiële markten kunnen vastgoedprijzen (onevenredig) hard geraakt worden. Weinig liquiditeit in de markt betekent bijvoorbeeld dat de prijs van vastgoed harde klappen kan oplopen, met alle consequenties van dien voor de vastgoedinvesteerders: beleggers worden nerveus en willen hun geld terug; banken en toezichthouders worden extra alert, stellen strengere eisen en draaien de geldkraan meer dicht; accountants stellen vragen over continuïteit; de pers en de analisten dragen bij aan een crisissfeer. Ook de cycli in de vastgoedmarkten kunnen deze reacties in meer of minder mate veroorzaken. Toch zien we dat de waarden van vastgoedinvesteringen ook terugveren als de markten zich herstellen.

‘Waarde’ en ‘prijs’ zijn begrippen die nogal eens als synoniemen worden gebruikt, terwijl zij een andere betekenis kennen. Tussen hetgeen een ondernemer vindt van de waarde (of de verdien capaciteit) van een object binnen zijn onderneming en de prijs die marktpartijen bereid zijn te betalen voor een object, gaapt soms een kloof. Dat wordt het meest pregnant wanneer marktprijzen sterk dalen en een ondernemer denkt, dat de markt overdrijft. Zijn eigen inschattingen voor de lange termijn, voorbij de tijdelijke disruptie of het dal in de cyclus, leveren een hogere waarde op dan de huidige prijsvorming aangeeft. Daarmee kan een vastgoedinvesteerder zijn belanghouders gerust proberen te stellen: op de lange termijn komen de prijzen weer terug op een vertrouwd niveau; zitten blijven loont. Deze subjectieve benadering wordt in de praktijk echter kwetsbaar geacht. Rekent de ondernemer niet teveel naar zichzelf toe? Stelt hij de zaken niet té rooskleurig voor? Met andere woorden: is het niet een te subjectieve schatting?

Dit alles leidt tot de vraag of het verschil tussen de — uit de aard der zaak subjectieve — schattingen van de ondernemer (bedrijfswaarde) en de prijs op de vastgoedmarkt (marktwaarde) niet overbrugd kan worden met een waardebegrip dat zoveel mogelijk de kwetsbare punten in beide percepties kan opheffen en toch ‘waarde toevoegt.’ Deze scriptie beoogt dit verschil in kaart te brengen, te definiëren en te operationaliseren. Ik gebruik daarvoor de begrippen ‘bestendige economische waarde’ en ‘economisch waarderen.’

De *real economic value* waarde en het economisch waarderen speelde tijdens de crisis een centrale rol in het SNS-nationalisatie dossier. Uit de vele interviews die ik mocht houden met experts uit de vastgoedsector blijkt dat er grote behoefte bestaat aan een dergelijk waardebegrip. Het wordt als de spreekwoordelijke *missing link* ervaren tussen waarderen op bedrijfswaarde en marktwaarde.

Belangrijke elementen voor het economisch waarderen zijn onder andere de volgende:

- Transparantie, openheid over de berekening;
- Rol van het subject is belangrijk;
- Abstraheren van tijdelijke disrupties, ‘over de cyclus heen kijken’;
- Parameters zoveel als mogelijk baseren op consensus-schattingen van gerenommeerde onderzoeksinstituten.

¹ Onder vastgoedinvesteringen versta ik vastgoedbeleggingen en eigengebruiksvastgoed.

Ondanks dat dit begrip een veel breder toepassingsbereik kent, gebruik ik als uitvalsbasis voor mijn onderzoek de vennootschappelijke jaarverslaggeving. Een jaarrekening beoogt immers, naast het verstrekken van verantwoordingsinformatie door het bestuur, economische beslissingen mogelijk te maken voor een grote groep van gebruikers. (Potentiële) Aandeelhouders beslissen bijvoorbeeld tot het verkopen of aankopen van aandelen op basis van de informatie in de jaarrekening.

De studie naar dit onderwerp leverde mij een zeer interessante reis door de financiële wereld van vastgoedinvesteringen op, waarbij ik op vele tussenstation extra bagage aangereikt kreeg van enthousiaste, deskundige vastgoedprofessionals. Daarvoor mijn hartelijke dank.

Bijzondere dank aan mijn begeleider van de ASRE, de heer Arthur Marquard, de input van mijn examiner de heer Jan Vis en mijn interne begeleider bij de Belastingdienst de heer Tom Berkhout.

Susanne Overes
September 2016

Inhoudsopgave

1.	Inleiding	7
1.1.	Aanleiding van het onderzoek.....	7
1.2.	Vraagstelling en deelvragen	9
1.3.	Doelstelling van het onderzoek.....	9
1.4.	Inhoudelijke afbakening	9
1.5.	Conceptueel model	10
1.6.	Onderzoeksmethoden.....	10
1.7.	Leeswijzer	11
2.	Jaarrekening	12
2.1.	Inleiding	12
2.2.	Doelstelling jaarrekening.....	12
2.3.	‘Grote reeks gebruikers’	13
2.4.	‘Economische beslissingen’	13
2.5.	Uitgangspunten verslaggeving	14
2.6.	‘Nuttig’ - Kwalitatieve kenmerken verslaggeving.....	14
2.7.	Conclusie	15
3.	Jaarverslaggeving vastgoed	17
3.1.	Inleiding	17
3.2.	Inleidende opmerkingen over waarde	17
3.3.	Concepts of profit in verslaggeving	19
3.4.	Verslaggevingsstandaarden.....	20
3.5.	Conclusie	22
	Intermezzo theoretisering	24
4.	De informatieve functie van vastgoedwaarden in de jaarrekening	27
4.1.	Inleiding	27
4.2.	Prijs en waarde	27
4.3.	Efficiënte markthypothese in de vastgoedmarkt.....	28
4.4.	Kanttekeningen bij het begrip <i>fair value</i> in de jaarrekening.....	29
4.4.1.	Relevantie van managementintentie	29
4.4.2.	Verschil fair value en value in use?	30
4.4.3.	Aard van de activa	31
4.5.	Conclusie	32
5.	Een ander waardebegrip in de jaarrekening?	33
5.1.	Inleiding	33
5.2.	Economische waarde in business valuation.....	33

5.3.	Economische waarde voor vastgoedinvesteringen?	34
6.	Casestudy	37
6.1.	Inleiding	37
6.2.	Methodologie	37
6.3.	Case SNS REAAL	37
6.3.1.	Overview nationalisatie traject SNS REAAL	37
6.3.2.	Real economic value	38
6.3.3.	Uitwerking real economic value bij SNS/ Propertize	39
6.4.	Conclusie	39
	Intermezzo operationalisatie	40
7.	Uitwerking onderzoeksopzet en onderzoeksveronderstellingen	42
7.1.	Inleiding	42
7.2.	Methodologie	42
7.3.	Onderzoeksveronderstellingen	42
7.3.1.	Onderzoeksveronderstelling 1	42
7.3.2.	Onderzoeksveronderstelling 2	43
7.3.3.	Onderzoeksveronderstelling 3	44
7.3.4.	Onderzoeksveronderstelling 4	44
7.4.	Conclusie	44
8.	Uitwerking kwalitatief onderzoek	45
8.1.	Inleiding	45
8.2.	Geïnterviewden	45
8.3.	Uitwerking onderzoeksveronderstellingen	45
8.3.1.	Onderzoeksveronderstelling 1	46
8.3.2.	Onderzoeksveronderstelling 2	48
8.3.3.	Onderzoeksveronderstelling 3	50
8.3.4.	Onderzoeksveronderstelling 4	51
8.4.	Terugblik interviews	52
9.	Verslag expertsessie	53
9.1.	Inleiding	53
9.2.	Keuze voor een expertsessie	53
9.3.	Conclusies uit de expertsessie	53
9.4.	Terugblik expertsessie	55
10.	Conclusie	56
10.1.	Inleiding	56
10.2.	Beantwoording hoofdvraag	56
10.3.	Beantwoording deelvragen	57

10.4. Reflectie.....	59
10.5. Aanbevelingen en mogelijk vervolgonderzoek	60
11. Literatuurlijst	62
Bijlage 1 Samenvatting jaarverslaggeving vastgoedinvesteringen	64
Verslaggeving volgens Nederlandse wet	64
Besluit actuele waarde.....	64
Richtlijn 213 Vastgoedbeleggingen.....	65
Richtlijn 212 Materiele vaste activa	67
IFRS.....	68

1. Inleiding

1.1. Aanleiding van het onderzoek

In een efficiënte markt wordt alle publiekelijk bekende informatie geacht verwerkt te zijn in de prijs: de prijs van een aandeel op de aandelenbeurs weerspiegelt de bekende informatie over de onderneming en de verwachtingen daaromtrent (Fama, 1970).² Deze 'evenwichtsprijs' zou de waarde van de onderneming weerspiegelen.³

De efficiënte markttheorie lijkt voor vastgoedprijzen in mindere mate op te gaan.⁴ Onder andere intransparantie van de sector en heterogeniteit van de objecten zorgen ervoor dat geen evenwichtsprijs tot stand komt (Hilbers, 2013). Daarnaast kent vastgoed voor verschillende partijen verschillende waarden. Die verschillende waardepercepties komen bijvoorbeeld tot uitdrukking bij het bepalen van de indirecte opbrengstwaarde (bedrijfswaarde): welke waarde wordt toegekend aan het vastgoed uitgaande van voortzetting binnen het bedrijf (Artikel 3, Besluit actuele waarde).^{5 6} Voor iedere onderneming kan dit een andere waarde opleveren, afhankelijk van het nut van het vastgoed binnen de onderneming en de (subjectieve) inschatting van het management. Deze 'intern gerichte' *worth* bepaling komt niet tot uitdrukking als in de jaarrekening wordt gewaardeerd op *fair value*, zoals voorgeschreven door International Financial Reporting Standards (hierna: IFRS). In beginsel is de *fair value*/marktwaarde van vastgoed, taxatiemarges daargelaten, voor een ieder gelijk.⁷ De subjectieve invloeden, zoals wel relevant bij de interne *worth* bepaling, worden bij deze *value* bepaling buiten beschouwing gelaten (Van Arnhem e.a., 2013).

Vastgoedbeleggingen worden in het maatschappelijke verkeer veelal getaxeerd op marktwaarde. In een marktwaardetaxatie schat de taxateur welke prijs op peildatum tot stand zou komen bij verkoop op de markt. Daarnaast kan men beleggingsvastgoed waarderen op bedrijfswaarde. Dan waardeert men op peildatum het vastgoed op de contante waarde van de verwachte toekomstige kasstromen inclusief de eindwaarde. In beide gevallen wordt aangesloten bij de markt- en bedrijfscondities op peildatum, waarbij voor de bedrijfswaarde de subjectieve verwachtingen van de waardeerder (belegger) omtrent die verwachte kasstromen een belangrijke rol spelen. Die markten kunnen soms zeer grillig zijn door allerlei tijdelijke disrupties, zoals financiële crises, het tijdelijke gebrek aan liquiditeit of tijdelijke, extreem lage rentestanden. Dan ontstaat behoefte aan een waardering die abstraheert van die tijdelijke markt disrupties en een waarde op lange termijn weergeeft, uitgaande van meer evenwichtige geachte omstandigheden: de bestendige economische waarde van vastgoed. Economische beslissers (langetermijnbeleggers, risk managers, banken) hebben mogelijk behoefte

² Vanwege de doelstelling van dit hoofdstuk wordt hier geen aandacht besteed aan de discussies die sinds de publicatie in 1970 hierover zijn gevoerd. Er zijn belangrijke kanttekeningen bij deze hypothese te plaatsen, daar wordt in hoofdstuk vier aandacht aan besteed.

³ Onder andere het bestaan van 'voorinformatie' is één van de redenen waarom de prijs van een aandeel niet gelijk hoeft te zijn aan de waarde van de onderneming en aandelen aan de beurs over-of ondergewaardeerd kunnen zijn.

⁴ Onder vastgoed wordt in dit onderzoek verstaan: onroerende zaken en daarop betrekking hebbende rechten.

⁵ Deze begrippen worden als synoniemen gebruikt en in hoofdstuk 2 toegelicht

^{6 6} RJ 910.2, Besluit van 14 juni 2005, houdende regels over de inhoud, de grenzen en de wijze van toepassing in de jaarrekening van waardering tegen actuele waarde (bijgewerkt tot en met 1 november 2015)

⁷ Besluit actuele waarde, Nota van Toelichting: "De begrippen marktwaarde, fair value, waarde in het economisch verkeer en opbrengstwaarde zijn gebaseerd op de prijs op de verkoopmarkt. Daarbij is de opbrengstwaarde een begrip waarbij rekening wordt gehouden met de bij de verkoop ten laste van de verkoper komende kosten. De overige begrippen zijn synoniemen van het ruime begrip marktwaarde. De marktwaarde is het bedrag dat terzake goed geïnformeerde partijen, die tot een transactie bereid zijn en onafhankelijk van elkaar zijn, bereid zijn te betalen voor de verhandeling van een actief of de afwikkeling van een passief."

aan een dergelijke economische waardering voor hun eigen financiële afwegingskader en communicatie naar de belanghouders.⁸ In de *European Valuation Standards* versie 2016 wordt in dit kader gesproken over een *sustainable value*. Hiermee wordt bedoeld op een waarde op de langere termijn, waarbij ervan wordt uitgegaan dat sommige parameters (zoals bijvoorbeeld de yield) altijd weer naar een gemiddelde tenderen (Tegova, 2016, par. 5.3). Het toelichten van een dergelijke waarde bij de bepaling van de marktwaarde, zou bij afwijkende marktomstandigheden van gemiddelden, toegevoegde waarde hebben voor de gebruiker.

Onderstaande illustratie geeft de verhouding tussen de begrippen weer.



Figuur 1 Verhouding waardebegrippen

De behoefte aan een dergelijk economisch waardebegrip werd zeer markant geïllustreerd in de aanloop naar de nationalisatie van SNS. De hypotheekportefeuille van Property Finance is ten tijde van de nationalisatie gewaardeerd op *real economic value* (hierna: REV). Dit waardebegrip wordt door de Europese Commissie gehanteerd om de omvang van staatssteun aan te toetsen in disfunctionele markten (Boudghene en Maes, 2012). Cushman en Wakefield, het kantoor dat de waardering destijds uitvoerde, beschrijft dit begrip als een duurzaam waardebegrip, waarbij geen rekening wordt gehouden met bijvoorbeeld illiquiditeit en marktverstoring. Uitgangspunt is dat het vastgoed langjarig geëxploiteerd wordt (Kamerstukken II). De REV is berekend door de toekomstig te verwachten kasstromen contant te maken (daarbij rekening houdend met de kans op *defaults*). Bij de bepaling van de noemer van de breuk wordt gewerkt met een disconteringsfactor die gebaseerd is op normale marktcondities (Boudghene en Maes, 2012) en niet met de gegevens die gelden tijdens de periode van disfunctioneren van een markt (bijvoorbeeld de financiële crisis die is ingeluid door

⁸ Met economische beslissingen wordt bedoeld: een beslissing met een economische consequentie.

de val van Lehman Brothers). Dit begrip zou mogelijk belangrijke bouwstenen kunnen bevatten voor de bestendige economische waarde.

In deze scriptie staat het onderzoek naar de bestendige economische waarde voor vastgoed centraal en wordt onderzocht of en zo ja, onder welke voorwaarden hiermee bijgedragen kan worden aan een meer relevante jaarrekening.

1.2. Vraagstelling en deelvragen

In deze scriptie staat de volgende vraagstelling centraal:

Onder welke condities draagt de vermelding van de 'bestendige economische waarde' van (directe) vastgoedinvesteringen bij aan een meer relevante jaarrekening?

Om een antwoord te kunnen formuleren op de vraagstelling zijn de volgende deelvragen relevant. De deelvragen zullen in de hoofdstukken van de scriptie achtereenvolgens behandeld worden.

- Wat is de doelstelling van een jaarrekening en wanneer is deze als informatief te beschouwen? Wat is de rol van relevantie en betrouwbaarheid hierin?
- Hoe zijn de huidige verslaggevingsregels voor vastgoedinvesteringen vormgegeven? En in welke mate wordt dat kader als informatief beschouwd?
- Welke kanttekeningen worden in de literatuur geplaatst bij het huidige verslaggevingskader voor vastgoedbeleggingen?
- Wat houdt het begrip 'bestendige economische waarde' in en hoe is het te operationaliseren? Welke begrippen kunnen hierbij als input dienen?

1.3. Doelstelling van het onderzoek

Dit onderzoek bespreekt de verhouding tussen de verschillende waardebegrippen die nu worden gehanteerd in de jaarrekening voor de waardering van vastgoedinvesteringen en bespreekt het economische waardebegrip, dat reeds sinds jaren in de *business valuation* wordt gehanteerd. In deze scriptie worden de disciplines accountancy en verslaggeving en taxeren/ waarden bij elkaar gebracht teneinde economische beslissingen te ondersteunen. Het behoort tot de doelstelling van dit onderzoek dat een waardebegrip wordt uitgewerkt dat het inzicht in de jaarrekening groter maakt, waardoor beter gefundeerde economische beslissingen kunnen worden genomen. Een invulling van het begrip kan relevant zijn voor bijvoorbeeld eigenaren en gebruikers van vastgoed, beleggers, financiers, pensioenfondsen en toezichthouders. Daarnaast draagt het bij aan het oplossen van de discussies en begripsverwarring over de prijzen en waarden van vastgoed.

1.4. Inhoudelijke afbakening

In het literatuuronderzoek wordt nader aandacht besteed aan de inhoudelijke afbakening van de vraagstelling.

Onder bestendige economische waarde van vastgoedinvesteringen wordt in deze scriptie verstaan:

'De waarde van vastgoed op een waarderingsmoment, uitgaande van de positie van een beschouwend subject, gebaseerd op te verwachten vrije geldstromen, te verwachten marktontwikkelingen en risico's, waarbij wordt geabstraheerd van de huidige prijsvorming'

Met het woord bestendig wordt bedoeld op de methode die gebruikt wordt om de economische waarde te bepalen. Bij de marktwaarde wordt uitgegaan van een 'prijsbepaling' van een

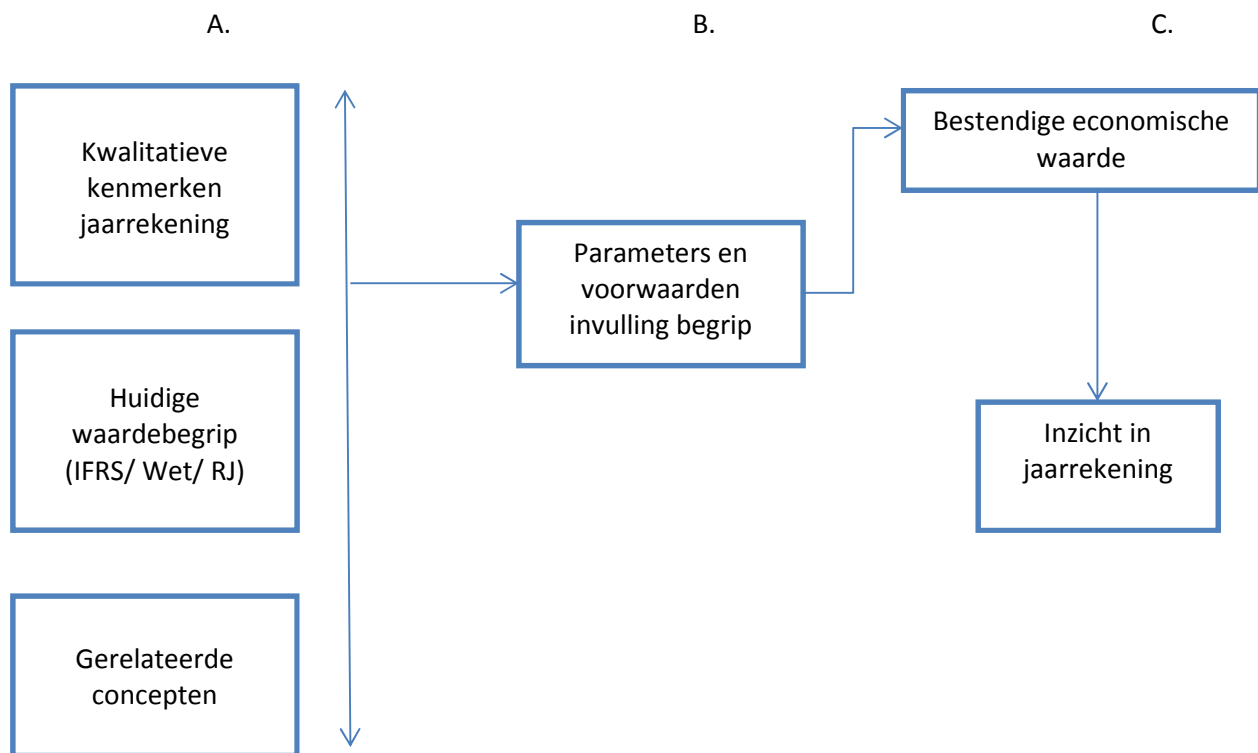
veronderstelde bereidwillige koper en verkoper. Het verschil met de bedrijfswaarde is vooral te vinden in de mate waarin de input is 'geobjectiveerd'.

Onder vastgoedinvesteringen wordt verstaan: vastgoedbeleggingen en eigengebruiksvastgoed.

Om te toetsen of sprake is van een informatieve jaarrekening wordt aangesloten bij het Stramien van de Richtlijnen voor de jaarverslaggeving. Daarin worden de grondbeginselen (toerekeningsbeginsel en continuïteitsbeginsel) en de kenmerken van de jaarrekening (begrijpelijkheid, relevantie, betrouwbaarheid en vergelijkbaarheid) benoemd.

1.5. Conceptueel model

Het conceptueel model van dit onderzoek is als volgt vorm te geven (figuur 2).



Figuur 2 Conceptueel model

1.6. Onderzoeksmethoden

Het onderzoek dat centraal staat in deze scriptie heeft een verkennend karakter: er is sprake van een explorerend onderzoek (Baarda, 2014). Kwalitatief onderzoek biedt de mogelijkheid tot exploratie van een onderwerp (Boeije, 2014). De gezichtspunten van verschillende betrokkenen zijn relevant om te komen tot de beantwoording van de vraagstelling.

Om foutieve inductieve generalisatie te voorkomen, heeft een gefundeerd literatuuronderzoek plaatsgevonden (Boeije, 2014). Het institutioneel kader en de relevante literatuur is beschreven in de hoofdstukken 2 tot en met 5. Daarna is gekozen voor een casestudy. Naar aanleiding van het literatuuronderzoek is gebleken dat het relevant is te onderzoeken of (en zo ja in welke mate) er reeds gewerkt wordt met een vergelijkbaar begrip als bedoeld in de vraagstelling. Onderzoek wijst uit, dat hiervan sprake is. Om dit (aanverwante) begrip verder te

kunnen duiden en te kunnen onderzoeken welke input relevant kan zijn, is gekozen voor een casestudy. In de verdiepende casestudy wordt op een open wijze data verzameld. Aan de hand van meerdere bronnen wordt invulling gegeven aan de casestudy (bronnentriangulatie) (Verschuren, 2007). Er gebruikt gemaakt van literatuur en er is gesproken met betrokken partijen. Door de literatuurstudie en de bevindingen uit deze casestudy worden onderzoeksveronderstellingen geformuleerd. Die veronderstellingen worden getoetst aan de hand van interviews met specialisten op dit onderwerp. Middels een strategische selectie zijn deskundige, ervaren personen van 'naam en faam' geselecteerd die hebben meegewerkt aan de interviews. Er is gekozen voor deze methodiek om te kunnen waarborgen dat de relevante informatie verzameld wordt. Een kwantitatieve variant, zoals bijvoorbeeld een enquête, zou zich hier minder goed voor lenen aangezien deze personen minder goed ingevoerd geacht kunnen worden op dit specifieke onderwerp. Het is belangrijk om door te vragen naar de motieven van de geïnterviewden. De geïnterviewde personen bleken in verschillende mate reeds nagedacht te hebben over vergelijkbare thematiek en vraagstellingen. De uitkomsten van het onderzoek zijn vervolgens besproken in een expertmeeting.

De cyclische werkwijze van dataverzameling- en analyse kan leiden tot theorieontwikkeling (Boeije, 2014). Het is de doelstelling van dit onderzoek een gefundeerde start te geven aan die theorieontwikkeling.

1.7. Leeswijzer

In deze scriptie wordt allereerst het theoretisch kader uiteengezet. Dat start in hoofdstuk twee met de relevante wet- en regelgeving rondom de jaarrekening. In hoofdstuk drie wordt het onderscheid tussen waarde en prijs beschreven en wordt ingegaan op de verslaggevingsregels voor vastgoedinvesteringen. Hoofdstuk vier beschrijft de kanttekeningen die in de literatuur geplaatst worden bij het huidige verslaggevingskader. Het theoretisch kader vormt de aanzet voor de introductie van een ander waardebegrip voor vastgoedinvesteringen gebaseerd op de literatuur uit de *business valuation*. De uiteenzetting hiervan is te lezen in hoofdstuk vijf. Ieder hoofdstuk sluit af met een (deel) conclusie en de belangrijkste aanknopingspunten voor het onderzoek.

Gebaseerd op de verzamelde kennis wordt in hoofdstuk zes verslag gedaan van de casestudy. De relevante elementen daaruit vormen de basis voor een (hypothetische) invulling van de bestendige economische waarde voor vastgoedinvesteringen. In het intermezzo dat volgt wordt schematisch uiteengezet welke kenmerken dit economisch waardebegrip heeft.

In de hoofdstukken zeven, acht en negen wordt verslag gedaan van het praktijkonderzoek van deze scriptie. Hoofdstuk tien is het afsluitende hoofdstuk waarin antwoord wordt gegeven op de deel- en hoofdvragen en de conclusies worden beschreven.

2. Jaarrekening

2.1. Inleiding

In dit hoofdstuk wordt uiteengezet aan welke kenmerken informatie in de jaarrekening moet voldoen, om te kunnen worden gekwalificeerd als nuttig bij het nemen van economische beslissingen. Dit is nodig om te onderzoeken welke functie de presentatie van vastgoedinvesteringen op de balans heeft. Zo kan ook onderzocht worden wat het begrip bestendige economische waarde zou kunnen toevoegen.

Het Burgerlijk Wetboek (hierna: BW) beschrijft in boek 2 titel 9 de regelgeving rondom verslaggeving in de jaarrekening. Daarin wordt verwezen naar de Richtlijnen voor de jaarverslaggeving (hierna: RJ) en de International Financial Reporting Standards (hierna: IFRS). De kenmerken die uit dit hoofdstuk voortvloeien, vormen een onderdeel van het toetsingskader in dit onderzoek naar de relevantie van de bestendige economische waarde.

2.2. Doelstelling jaarrekening

De jaarrekening bestaat uit de balans, de winst-en verliesrekening en de toelichtingen daarop (art. 2:360 lid 1 BW). De doelstelling van de jaarrekening wordt beschreven in artikel 2:362 lid 1 BW. Met de jaarrekening wordt informatie verstrekt:

- die inzicht geeft in vermogen en resultaat van de onderneming ;
- die volgens de normen die in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd;
- zodanig is, dat een verantwoord oordeel kan worden gevormd omtrent het vermogen en resultaat en voorzover de aard van de jaarrekening dat toelaat, omtrent de solvabiliteit en de liquiditeit.

De normen die het maatschappelijk verkeer aanvaardbaar acht, zijn gecodificeerd in de wet, de jurisprudentie (van de Ondernemingskamer en de Hoge Raad), de RJ, de IFRS en de literatuur (Hoogendoorn, 2000, p.82). In beginsel heeft iedere in Nederland gevestigde onderneming te voldoen aan de verslaggevingsregels zoals beschreven in de wet, boek 2 titel 9 van het BW. In artikel 2:362 lid 8 BW worden ook internationale verslaggevingsregels van toepassing verklaard; een rechtspersoon kan ervoor kiezen om de IFRS toe te passen in zijn jaarrekening. De toepassing van IFRS is verplicht voor de geconsolideerde jaarrekening van beursgenoteerde ondernemingen (EG, 2002). Onder het vormen van een verantwoord oordeel wordt verstaan, dat (verantwoorde) economische beslissingen genomen kunnen worden. De RJ beschrijft de doelstelling van de jaarrekening als volgt (RJ, 2015):⁹

‘Het doel van de jaarrekening is informatie te verschaffen over de financiële positie, resultaten en wijzigingen in de financiële positie van een onderneming die voor een **grote reeks van gebruikers nuttig** is bij het nemen van **economische beslissingen**’.

Voor dit onderzoek zijn in deze definitie belangrijke kernwoorden: ‘grote reeks van gebruikers’, ‘nuttig’ en ‘economische beslissingen’. Deze worden in de volgende paragrafen (par. 2.3, 2.4 en 2.6) toegelicht.

Het opnemen van een verslaggevingsregel dient niet gebaseerd te zijn op uniformiteit of onderlinge consistentie, maar op de mate waarin zij leidt tot nuttige informatie voor gebruikers (Ter Hoeven, 2006, p.33). Niet alle nuttige informatie om economische beslissingen te nemen, wordt verstrekt in de jaarrekening. Dit is ondermeer gelegen in het feit dat jaarrekeningen grotendeels de gevolgen van gebeurtenissen in het verleden weergeven (RJ 930.13). IFRS vermeldt hierover dat de informatie in de jaarrekening niet de waarde van een onderneming moet weergeven, maar dat zij gebruikers in staat moet stellen de waarde van een onderneming te schatten (IASB, OB7). Een jaarrekening geeft tevens inzicht in het door het bestuur gevoerde beheer of de verantwoording over de aan haar vertrouwde middelen (RJ, 930.14).

Een jaarrekening bevat derhalve zowel verantwoordingsinformatie als beslisinformatie voor een heterogene groep van gebruikers. Naast het feit dat het bestuur verantwoording aflegt over het gevoerde beleid en de financiële consequenties daarvan, moet de jaarrekening ook informatie bevatten om (economische) beslissingen mogelijk te maken.

2.3. ‘Grote reeks gebruikers’

In de jaren zeventig is een indeling gemaakt van de gebruikers van de jaarrekening (ASCC, 1976). Zij benoemt als gebruikers van de jaarrekening: aandeelhouders, verschaffers van vreemd vermogen, werknemers, beleggingsanalisten- en adviseurs, *business contact group* (inclusief klanten, leveranciers en concurrenten), de overheid en het publiek. Ondanks dat de indeling nog steeds actueel is, wordt in de literatuur aangegeven dat investeerders gezien worden als de *defining class* van de gebruikers (Beattie, 2000).¹⁰ De RJ spreekt ook over de gebruikers van de jaarrekening en hun specifieke informatiebehoefte:

- Huidige en potentiële beleggers zijn vooral geïnteresseerd in de risico/ rendement verhouding;
- Werknemers zijn geïnteresseerd in de soliditeit en winstgevendheid van de onderneming;
- Vreemd vermogenverschaffers gaat het erom of zij hun lening afgelost zullen krijgen;
- Voor leveranciers en crediteuren is het van belang of de verschuldigde bedragen op vervaldatum voldaan zullen worden;
- De interesse van cliënten ligt vooral in de continuïteitsinschatting van de onderneming;
- Overheden hebben interesse in verband met het reguleren van de activiteiten en het vaststellen van het fiscale beleid;
- Voor het publiek kan de interesse wijdverbreid zijn, bijvoorbeeld de ontwikkeling van werkgelegenheid in verband met een plaatselijke onderneming.

2.4. ‘Economische beslissingen’

De jaarrekening moet bijdragen aan het nemen van economische beslissingen. Voor dit onderzoek wordt daaronder verstaan een beslissing met een economische consequentie. Het Stramien benadrukt dat niet alle relevante informatie hiertoe in de jaarrekening is terug te vinden. De jaarrekening bevat immers vooral historische financiële informatie. Economische beslissingen

¹⁰ In deze scriptie worden de begrippen maatschappelijk verkeer en gebruiker van de jaarrekening als synoniemen gebruikt.

kunnen bijvoorbeeld bestaan uit het aanhouden of het verkopen van het belang in de onderneming of de herbenoeming of vervanging van het bestuur (RJ, 930.14).

2.5. Uitgangspunten verslaggeving

De uitgangspunten van de verslaggevingsstandaarden worden beschreven in het *conceptual framework* (IFRS) of stramien (RJ).¹¹ Het *framework* is onderdeel van het niet verplichte karakter van de standaarden, maar toch relevant als geen specifieke regel bestaat binnen IFRS voor de verwerking van een bepaalde transactie of gebeurtenis. Daarnaast staat het *framework* aan de basis van toekomstige regelgeving: toekomstige standaarden worden geijkt aan het *framework*.¹²

Om hun doelstelling te kunnen bereiken worden jaarrekeningen opgesteld volgens twee belangrijke beginselen: het toerekeningsbeginsel en het continuïteitsbeginsel (IASB, 2015). Volgens het toerekeningsbeginsel moeten transacties en gebeurtenissen worden verwerkt in de periode waarop zij betrekking hebben. Het continuïteitsbeginsel verwijst naar de aanname, dat de continuïteit gewaarborgd is en de onderneming zich in de afzienbare toekomst zal voortzetten. Die aanname heeft gevolgen voor de waardering van balansposten.

Binnen IFRS wordt uitgegaan van een balansbenadering: baten en lasten worden afgeleid van de zelfstandig gedefinieerde activa en verplichtingen (Brouwer, 2016). Wanneer bijvoorbeeld vastgoedinvesteringen (balans) fors afgewaardeerd moeten worden, leidt dit tot een last in de resultatenrekening.

2.6. 'Nuttig' - Kwalitatieve kenmerken verslaggeving

De voornaamste eigenschappen waarover de informatie in een jaarrekening moet beschikken om nuttig te zijn voor gebruikers worden geduid met de kwalitatieve kenmerken (*Conceptual Framework* IFRS, IASB). De twee fundamentele kenmerken zijn relevantie en getrouwe weergave. Als aanvullende kenmerken worden genoemd: vergelijkbaarheid, begrijpelijkheid, verifieerbaarheid, tijdigheid.¹³ De gecodificeerde regelgeving in de IFRS moet leiden tot een jaarrekening die voldoet aan deze kenmerken.

Het kenmerk 'relevantie' sluit aan op de doelstelling van de jaarrekening. Informatie is relevant als het besluitvorming van gebruikers beïnvloedt (Stramien, par. 26). Relevante informatie kan voorspellende en/ of bevestigende waarde hebben. Onderdeel van relevantie is het begrip materialiteit. Een jaarrekening geeft een getrouw beeld als deze vrij is van materiele fouten. Materialiteit geeft aan wanneer nuttige informatie achterwege kan blijven of fouten aanwezig kunnen zijn, zonder dat dit de goede oordeels- en besluitvorming van de gebruikers aantast (Hoogendoorn, 2016). In de herziening van het *framework* is 'waarderingonzekerheid' toegevoegd als element. Onzekerheid in waarderingen kan de relevantie verminderen. Schattingen zijn echter onontkoombaar en doen geen afbreuk aan relevantie indien zij goed zijn onderbouwd en toegelicht (Hoogendoorn, 2016).

Het begrip 'getrouwe weergave' kent sinds 2010 een plaats in het *framework*. Daarvoor werd gesproken over betrouwbaarheid.¹⁴ Met beide begrippen wordt bedoeld op:

¹¹ Het stramien is grotendeels een vertaling van het *conceptual framework*

¹² Het *framework* wordt momenteel herzien. Hiertoe is op 28 mei 2015 een consultatiedocument gepresenteerd door de IASB. Indien relevant dan worden de gepresenteerde voorstellen hierna vermeld bij het bespreken van de uitgangspunten (IASB, 2015).

¹³ De kenmerken zoals genoemd in de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving zijn begrijpelijkheid, relevantie, betrouwbaarheid en vergelijkbaarheid. Door deze andere indeling kent de uitwerking nuance verschillen met het *framework* van IFRS.

¹⁴ In de RJ wordt nog steeds gesproken over betrouwbaarheid met als onderdeel daarvan de getrouwe weergave.

‘informatie die vrij is van wezenlijke onjuistheden en vooroordelen en wanneer gebruikers ervan mogen uitgaan dat zij getrouw weergeeft, hetgeen zij voorgeeft weer te geven of hetgeen zij in redelijkheid verwacht mag worden weer te geven’ (Stramien, par. 31).

Onderdeel van dit kenmerk zijn ook de begrippen volledigheid en onpartijdigheid. Met volledigheid wordt bedoeld op het feit dat alle informatie die nodig is, wordt weergegeven. Met onpartijdigheid wordt benadrukt dat informatie vrij moet zijn van vooringenomenheid. In de Richtlijnen wordt tevens aandacht besteed aan voorzichtigheid en *substance over form*, beide begrippen zijn niet terug te vinden in de laatste versie van het *framework*, maar wel weer toegevoegd in het herzieningsdocument. Door de jaarrekening voorzichtig op te stellen, wordt een mate van zorg ingebouwd bij het maken van oordelen die nodig zijn bij het maken van schattingen. Té voorzichtig verslaggeven is niet aan de orde, de onpartijdigheid zou dan in het geding zijn. *Substance over form* wordt in de Richtlijnen expliciet benoemd en is weer toegevoegd aan het voorstel tot herziening van het *framework*. Informatie dient te worden weergegeven in overeenstemming met de economische realiteit en niet alleen op basis van de juridisch gekozen vorm (Hoogendoorn, 2016).

Om informatie ‘vergelijkbaar’ te laten zijn, moet volgens een bestendige gedragslijn verslag worden gegeven. Dat maakt jaarrekeningen in de tijd en tussen ondernemingen vergelijkbaar. In de jaarrekening moet melding worden gemaakt van het gehanteerde verslaggevingsstelsel en wijzigingen daarop. De eis tot vergelijkbaarheid mag niet in de weg staan aan het introduceren van een meer relevant en begrijpelijk verslaggevingsstelsel.

De informatie in de jaarrekening moet ‘begrijpelijk’ zijn, hierbij wordt van de gebruiker verwacht dat hij een basiskennis heeft van het bedrijfsleven en economische activiteiten. Informatie die nuttig is voor het nemen van beslissingen, maar waarvan verwacht wordt dat zij niet eenvoudig te begrijpen is, mag niet om die reden weggelaten worden uit de jaarrekening. ‘Verifieerbaarheid’ wordt in de RJ niet expliciet genoemd. Onder IFRS wordt hiermee bedoeld op het feit dat verschillende onafhankelijke en deskundige partijen tot eenzelfde conclusie zouden komen over de getrouwheid van de jaarrekening. Met ‘tijdigheid’ wordt in de RJ de keuze tussen betrouwbare en relevante informatie expliciet gemaakt. Deze keuze wordt in het *framework* niet expliciet gemaakt. Rekening houdend met het belang van de gebruiker van de jaarrekening dient informatie tijdig te worden verstrekt (zodanig dat het nog keuzes kan beïnvloeden).

2.7. Conclusie

De doelstelling van de jaarrekening is een grote reeks van gebruikers nuttige informatie te verschaffen bij het nemen van economische beslissingen en inzicht te geven in het door het bestuur gevoerde beheer. Om dergelijke informatie te kunnen verschaffen moet de jaarrekening een getrouw beeld van de werkelijkheid geven. Dat betekent niet dat de jaarrekening vrij is van fouten, maar dat de gebruiker niet tot een andere economische beslissing zal komen als de fouten zijn hersteld. Schattingen zijn daarbij onontkoombaar en relevant wanneer zij goed zijn onderbouwd en toegelicht.

De verslaggevingstandaarden die zijn opgesteld om te komen tot een informatieve jaarrekening zijn gebaseerd op het conceptuele *framework*. Belangrijke uitgangspunten bij het opstellen van de jaarrekening zijn het continuïteitsbeginsel en het toerekeningsbeginsel.

De kenmerken zoals ze besproken worden door IFRS en RJ zijn hierna schematisch weergegeven. De eerste kolom vermeldt de kenmerken zoals ze in het huidige *framework* van de

IFRS worden besproken. Relevantie en getrouwe weergave worden gezien als de fundamentele kenmerken. In de tweede kolom wordt de herziening van het *framework* kort samengevat, er is meer aandacht voor waarderingsonzekerheid en het voorzichtigheidsbeginsel verschijnt weer in het *framework*.¹⁵ De derde kolom beschrijft de begrippen zoals zij in het stramien van de RJ worden gehanteerd.

Kenmerken informatieve jaarrekening (IFRS)	Herziening <i>framework</i> IFRS	Kenmerken informatieve jaarrekening (RJ)
Relevantie (beïnvloeding beslissing gebruikers)	Aandacht voor waarderingsonzekerheid	Relevantie
Getrouwe weergave (vrij van materiële fouten, volledigheid, onpartijdigheid)	Substance over form Voorzichtigheid	Betrouwbaarheid Substance over form Voorzichtigheid
Vergelijkbaar		Vergelijkbaar
Begrijpelijk		Begrijpelijk
Verifieerbaar		Verifieerbaar
Tijdigheid		Tijdigheid (keuze betrouwbaarheid en relevantie)

Tabel 1 Fundamentele kenmerken in het framework

Belangrijke aanknopingspunten voor het onderzoek uit dit hoofdstuk zijn de volgende:

- De jaarrekening kent zowel een verantwoordingsfunctie als een beslisfunctie;
- De jaarrekening moet een getrouw beeld geven, schattingen (mits goed toelicht) passen hier goed in;
- Nuttige informatie is betrouwbaar en relevant;
- Informatie is relevant als het besluitvorming van gebruikers beïnvloedt.

¹⁵ Slechts de aanpassingen die relevant zijn voor dit onderzoek worden benoemd.

3. Jaarverslaggeving vastgoed

3.1. Inleiding

In dit hoofdstuk staat het waarderen van vastgoedinvesteringen in de jaarrekening centraal. Om het scala aan waardebegrippen goed te kunnen plaatsen, wordt eerst de onderlinge verhouding tussen de verschillende waardebegrippen beschreven. Daarna wordt ingegaan op de winstconcepten in de jaarrekening: *accounting concept* en *economic concept*.

Hierna volgen enkele relevante onderdelen van het verslaggevingskader voor vastgoedinvesteringen in de jaarrekening.¹⁶ Dit is belangrijk om in het volgende hoofdstuk te verkennen welke ruimte er nog is voor een ander waardebegrip en bij welke concepten daarvoor aangesloten kan worden. Dit hoofdstuk sluit af met een korte conclusie en enkele samenvattende tabellen van hetgeen in dit hoofdstuk is besproken.

3.2. Inleidende opmerkingen over waarde

Er zijn inmiddels zoveel waardebegrippen voor vastgoed in omloop, dat het essentieel is te benoemen over welk soort waardebegrip gesproken wordt. Naast de subjectiviteit rondom de invulling van het waardebegrip, bestaat hét waardebegrip immers ook niet.

Value en worth

Een tweedeling in relevante waardebegrippen is gemaakt door Van Arnhem e.a. (2013, p. 42). Dit onderscheid is gebaseerd op Smith, die sprak over '*value in use*' en '*value in exchange*'. Van Arnhem e.a. beschouwen het *worth* en het *value* concept. De waarde die ontleend wordt aan het bezit van een goed, duiden zij met het *worth* concept. Deze waarde is intern gericht en afhankelijk van de gebruiker, het indirecte opbrengstwaarde begrip van Limperg en de bedrijfswaarde volgens de RJ (hierna) passen in dit concept. Het *value* concept daarentegen is extern gericht en betreft de waarde die het object ontleent aan mogelijkheid tot ruil. In terminologie van bijvoorbeeld Limperg: de directe opbrengstwaarde of volgens de RJ: de reële waarde.

Het feit dat goederen ter verkoop worden aangeboden is gebaseerd op het ingeschatte verschil tussen de waarde van een goed en de prijs. De prijs kan (tot op zekere hoogte) worden waargenomen.¹⁷ Met *value in use* en *value in exchange* wordt feitelijk bedoeld op respectievelijk de waarde en de prijs.

¹⁶ Onder vastgoedinvesteringen wordt voor dit onderzoek verstaan:

Begripsbepaling (RJ, 940 Begrippen)

Vastgoedbelegging

Een onroerende zaak (of een deel daarvan) die wordt aangehouden (door de eigenaar of door de lessee onder een financiële leasing) om huuropbrengsten of waardestijging, of beide, te realiseren, en niet voor:

a. gebruik in de productie of de levering van goederen of diensten of voor bestuurlijke doeleinden in het kader van de gewone bedrijfsuitoefening; of

b. verkoop als onderdeel van de gewone bedrijfsuitoefening.

Eigengebruiksvastgoed

Een onroerende zaak die wordt aangehouden (door de eigenaar of door de lessee onder een financiële leasing) voor gebruik in de productie of de levering van goederen of diensten of voor bestuurlijke doeleinden in het kader van de gewone bedrijfsuitoefening.

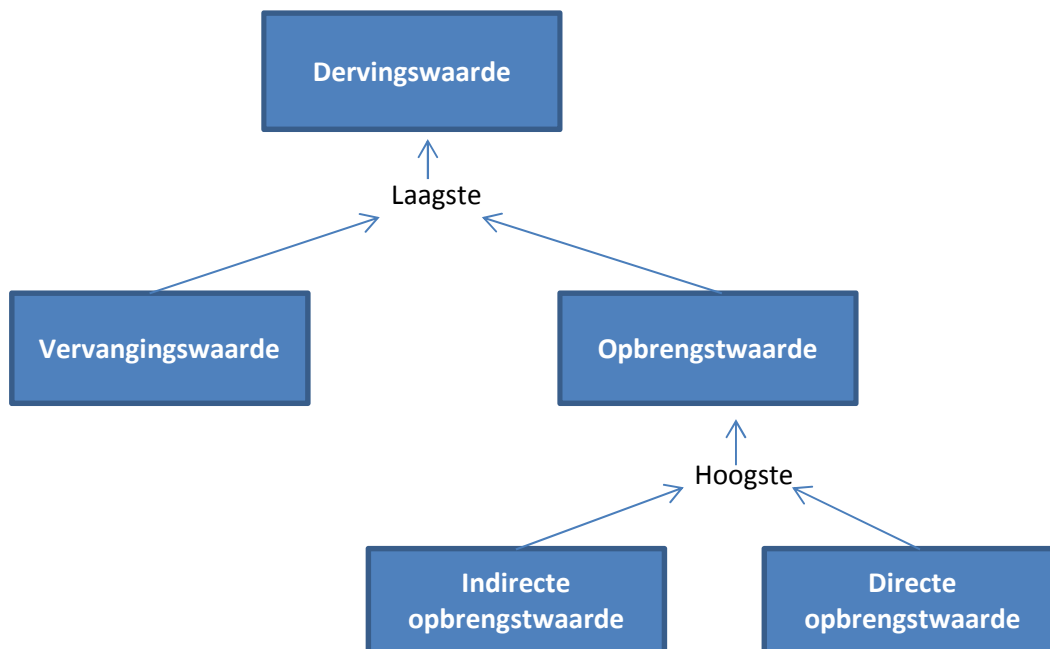
¹⁷ Bijvoorbeeld de wijze waarop prijzen tot stand zijn gekomen en de wijze van voldoening van de koopprijs blijven vaak buiten beeld.

Vervangingswaarde

De vervangingswaardeleer van Limperg wordt steeds minder vaak toegepast in de jaarrekening (deze paragraaf is gebaseerd op Berkhout, 2004, p.6 ev.).¹⁸ Ondanks dat, kent de theorie een belangrijke basis voor het structureren van de waardebegrippen en het huidige waardebegrippenkader.

Deze theorie gaat uit van het continuïteitsbeginsel, slechts zolang het voornemen tot vervanging bestaat is de toepassing van deze waardeleer relevant (Ter Hoeven, 2006, p.34).

Uitgangspunt van de theorie van Limperg is de vervangingswaarde: de waarde die bepaald wordt door de kosten van vervanging op de relevante koopmarkt. Limperg gaat ervan uit, dat zowel consumenten als producenten twee waardeoordelen kennen: de opbrengstwaarde en de vervangingswaarde.¹⁹ Met de opbrengstwaarde wordt bedoeld op de hoogste van de directe en de indirecte opbrengstwaarde. De directe opbrengstwaarde is gelijk aan de geldopbrengst als het goed wordt verkocht. De indirecte opbrengstwaarde is de contante waarde van de toekomstige geldopbrengsten. Schematisch verhouden de begrippen zich als volgt tot elkaar.



Figuur 3 Vervangingswaarde (Berkhout, 2004, p.9)

Ook internationaal (in de Britse en Amerikaanse vakliteratuur) zijn beschouwingen te vinden, die vergelijkbaar zijn met de vervangingswaardeleer (Berkhout, 2004). Er wordt gesproken over het waardebegrip *deprival value*: wat kost het de ondernemer om een verloren gegaan actief terug te krijgen? In beginsel wordt dan dezelfde redenering als bij de vervangingswaardeleer gehanteerd.

¹⁸ Sinds het najaar van 2015 wordt (ten gevolge van de Uitvoeringswet EU Richtlijn) niet langer gesproken over vervangingswaarde, maar in dit kader over de actuele kostprijs (Richtlijn 2013/34 EU, BAW).

¹⁹ In verband met de relevantie voor deze scriptie wordt slechts het begrip opbrengstwaarde verder uitgewerkt.

Fair value

In deze scriptie wordt tevens gebruik gemaakt van het begrip *fair value*, oftewel reële waarde.²⁰

Volgens het *Besluit actuele waarde* zijn de begrippen marktwaarde, reële waarde, waarde in het economische verkeer en opbrengstwaarde gebaseerd op de prijs op de verkoopmarkt.²¹

De relevantie van de marktwaarde en de bedrijfswaarde in de verslaggeving is de laatste jaren toegenomen (Nota van Toelichting Besluit Actuele waarde, 2015).²²

3.3. Concepts of profit in verslaggeving

In de jaarverslaggeving worden twee winstconcepten onderscheiden: het *accounting*- en het *economic concept of profit*. De basis voor het verschil tussen deze twee concepten ligt in het onderscheid tussen kostenwaarde en opbrengstwaarde (Groeneveld, 2006, p. 39). De kostenwaarde wordt afgeleid uit *gerealiseerde* geldstromen (ex-post), de opbrengstwaarde uit *verwachte* geldstromen (ex-ante).

Tabel 2 geeft in trefwoorden een overzicht van de belangrijkste verschillen tussen het accounting en het economisch waardebegrip.

Accounting	Economic
Historie	Toekomst
Realisatie	Verwachting
Winst/verlies	Geldstromen
Zekerheid	Risico/ Rendementseis
Afzonderlijke activa	Onderneming als geheel

Tabel 2 Onderscheid accounting en economic concepts of profit (Groeneveld, 2004, p. 258)

De retrospectieve blik in kostenwaarde staat centraal daar waar verantwoording relevant is, bijvoorbeeld in de jaarrekening (Groeneveld, 2006, p. 40 ev). Dat het onderscheid tussen opbrengstwaarde en kostenwaarde niet zo strikt is als het lijkt, blijkt bijvoorbeeld uit de activeringscriteria voor activa. Daarbij is het relevant te beoordelen of de toekomstige (kas)opbrengsten uit het actief toevloeien aan de entiteit alvorens tot activering over te gaan. Een dergelijk actief kan vervolgens via het kostenmodel worden verantwoord in de jaarrekening. Ook het uitgangspunt dat de onderneming blijft voortbestaan bij het waarderen van de activa, is een voorbeeld waarin toekomstige inschattingen toch relevant zijn in de kostenwaarde (Groeneveld, 2006).

Het afwaarderen naar lagere realiseerbare waarde indien wordt gewaardeerd volgens het kostenmodel is tevens een voorbeeld van de vermenging van de concepten. De realiseerbare waarde wordt bepaald door de hoogste van de marktwaarde en de bedrijfswaarde. Deze beide concepten

²⁰ Zoals beschreven in IFRS 13 Fair Value Measurement

²¹ 'Daarbij is de opbrengstwaarde een begrip waarbij rekening wordt gehouden met de bij de verkoop ten laste van de verkoper komende kosten. De overige begrippen zijn synoniemen van het ruime begrip marktwaarde. De marktwaarde is het bedrag dat terzake goed geïnformeerde partijen, die tot een transactie bereid zijn en onafhankelijk van elkaar zijn, bereid zijn te betalen voor de verhandeling van een actief of de afwikkeling van een passief.' (Nota van Toelichting Besluit Actuele waarde, 2015).

²² In de Nota van Toelichting Besluit Actuele waarde wordt hierover opgemerkt: 'De toegenomen betekenis van de kapitaalmarkten voor de beleggers heeft meegebracht dat transparantie in de verslaggeving van ondernemingen en waardering van financiële instrumenten tegen marktwaarde veel belangrijker worden geacht dan voorheen. Voorts ligt er thans een veel grotere nadruk dan voorheen op waardering van immateriële en materiële vaste activa tegen de bedrijfswaarde'

kunnen worden gezien als een economisch waardebegrip en worden afgeleid van verwachtingen over toekomstige kasstromen.²³

Relevante beslisinformatie voor goed bestuur volgt uit de prospectieve blik die de opbrengstwaarde in zich bergt (Groeneveld, 2006, p. 40). Als die gegevens informatief zijn voor het besturen van het bedrijf, dan zijn zij dat zeker ook voor gebruikers van de jaarrekening (Ter Hoeven, 2006, p.37).

De risico's, verwachtingen en de onzekerheid bepalen de opbrengstwaarde. Het *economic concept of profit* werd in het verleden minder geschikt geacht voor de jaarverslaggeving. De berekening van de toekomstige kasstromen is een ingewikkelde exercitie die gevoelig is voor beïnvloeding van het management en wordt derhalve als minder betrouwbaar beschouwd. Daarnaast is het alleszins arbitrair om de (bedrijfs)waarde van de verschillende activa separaat te bepalen. De kasstromen worden immers verdiend door het samenstel en samenwerking van activa (Ots, 2004, p. 37).

Het risicoprofiel en de verdien capaciteit van een onderneming blijven, kortgezegd, buiten beschouwing bij de presentatie van de balans op 'accountingwaarde'. Door de introductie van *fair value* als waarderingsmaatstaf, is het waardebegrip in de jaarrekening (deels) verschoven naar de economische invalshoek (Groeneveld, 2004). Toepassing van het realisatiebeginsel strijdt tegen het volledig opnemen van een economische waarde van de onderneming in de balans (Groeneveld, 2004). Gezien het feit dat de IASB het voorzichtigheidsbeginsel weer heeft teruggebracht in het (concept) *conceptual framework*, is het de vraag of een wenselijke ontwikkeling zou zijn (IASB, 2015).

De doelstelling van de jaarrekening is, de gebruikers informatie te verstrekken die bijdraagt aan het schatten van de waarde van de onderneming. De doelstelling is niet de waarde van de onderneming te laten zien (IFRS, *Conceptual Framework*, OB 7). Informatie kan verstrekt worden in de balans of in de resultatenrekening. Daarnaast worden ook veel verplichte toelichtingen verstrekt. Voor vastgoedbeleggingen geldt bijvoorbeeld, dat indien wordt gewaardeerd via het historische kostenmodel, de *fair value* in de toelichting moet worden opgenomen.

Na deze inleiding over de waardebegrippen en de verhouding daartussen volgt nu een samenvatting van de huidige regelgeving rondom de waardering van vastgoed in de jaarrekening.

3.4. Verslaggevingsstandaarden

De verslaggevingsregels voor vastgoedinvesteringen zijn uitgebreid. Het voert voor dit onderzoek te ver deze regels hier te bespreken. Een uitgebreide samenvatting van de verslaggevingsregels voor vastgoedinvesteringen is opgenomen in Bijlage 1.²⁴ De relevante delen voor het onderzoek volgen hierna. Dat betreft vooral de onderdelen waarin wordt voorgeschreven hoe de waarde bepaald moet worden. In tabel 3 en tabel 4 aan het einde van dit hoofdstuk zijn de verschillende waardebegrippen en waarderingsgrondslagen kort uiteengezet.

De waarderingsgrondslag wordt bepaald door de categorie waartoe de vastgoedinvestering behoort: eigengebruiksvastgoed of beleggingsvastgoed. Afhankelijk van de categorie kan gekozen worden voor waarden volgens het kostenmodel (historische kostprijs minus afschrijvingen) of het *fair value* model (marktwaarde). Vastgoedbeleggingen (RJ 213 of IAS 40) dienen gewaardeerd te worden op de

²³ In par.3.8. worden deze begrippen verder uitgewerkt

²⁴ Dit betreft de Nederlandse wetgeving, het besluit actuele waarde, de RJ en de IFRS.

fair value of historische kostprijs minus afschrijvingen. Voor het eigengebruiksvastgoed (RJ 212 of IAS 16) geldt dat gewaardeerd wordt op actuele waarde of historische kostprijs minus afschrijvingen. Als bij waardering op historische kosten de boekwaarde hoger is dan de realiseerbare waarde dan is sprake van een bijzondere waardevermindering. De realiseerbare waarde wordt bepaald door de hoogste van de bedrijfswaarde (*value-in-use*) en de marktwaarde (*fair value*).

Bedrijfswaarde

De bedrijfswaarde wordt als volgt beschreven in artikel 3 van het Besluit actuele waarde:

‘de contante waarde van de aan een actief of samenstel van activa toe te rekenen geschatte toekomstige kasstromen die kunnen worden verkregen met de uitoefening van het bedrijf.’

Om de bedrijfswaarde te bepalen worden de geschatte kasstromen gedurende de gebruiksduur van het object contant gemaakt. Er wordt uitgegaan van de staat waarin het actief zich bevindt (121.313 RJ).

De kasstroomprognoses:

‘dienen gebaseerd te worden op redelijke en onderbouwde veronderstellingen die de beste schatting van de leiding van de rechtspersoon weergeven van de economische omstandigheden die van toepassing zullen zijn gedurende de resterende levensduur van het actief. Hierbij dient een relatief groot gewicht te worden toegekend aan externe informatie’ (121.310a RJ).

De inschatting moet uitgaan van goedgekeurde budgetten van maximaal vijf jaar vooruit, tenzij een langere periode kan worden gerechtvaardigd. De aard van vastgoedobjecten kan een langere periode rechtvaardigen. Daarbij mag dan worden uitgegaan van een groei, die is gemaximeerd op de langetermijn gemiddelde groeivoet voor dergelijke markten. Bij het bepalen van de disconteringsvoet wordt uitgegaan van de actuele marktrente en de specifieke risico's van het object. Er mag bij de bepaling van de disconteringsvoet, logischerwijze, geen rekening worden gehouden met risico's waarin in de toekomstige kasstromen al rekening is gehouden.

IFRS 13 Fair value

In IFRS 13 staat het begrip *fair value* centraal.²⁵ Het doel van *fair value measurement* wordt in IFRS 13.9 gedefinieerd (en in paragraaf B2 aangevuld) als:

...to estimate the price at which an orderly transaction to sell the asset would take place between market participants at the measurement date under current market conditions.

Daarbij gelden de volgende uitgangspunten.

²⁵ In de Nederlandse regelgeving wordt afhankelijk van de soort activa een actuele waarde voorgeschreven.²⁵ Onder IFRS is ervoor gekozen een separate standaard te wijden aan het begrip en de bepaling van de *fair value*, met enkele uitzonderingen, geldend voor alle activa en passiva.

- Het actief wordt verkocht in de *principal market* of (in afwezigheid hiervan) in de meest voordelige markt waar de onderneming toegang toe heeft (IFRS 13.16). IFRS 13.21 vermeldt, dat ondanks dat geen markt aanwezig lijkt (geen potentiële koper is aanwezig) er toch vanuit gegaan moet worden dat een prijs tot stand zal komen, daarbij uitgaande van de huidige marktcondities;
- Er wordt rekening gehouden met aannames die partijen ook zouden maken bij het prijzen van het actief;
- De prijs wordt bepaald uitgaande van de *highest and best use* die fysiek mogelijk, juridisch toelaatbaar en financieel uitvoerbaar is (IFRS 13.27). Als dit betekent dat aan een actief een hogere prijs zou toekomen als het samen met andere activa verkocht zou worden, dan wordt ervan uitgegaan, dat ook de andere activa beschikbaar zijn voor marktpartijen.

Om te komen tot een prijsbepaling op balansdatum worden in IFRS 13.62 drie waarderings technieken (-methodieken) benoemd: *market approach*, *cost approach* en *income approach*. Deze technieken kennen we uit de taxatieleer. De waarderings techniek moet in beginsel consequent zijn, tenzij de omstandigheden wijzigen. Voor de input in de waarderingsmethoden geldt een hiërarchie. Door deze hiërarchie strikt te hanteren wordt volgens IFRS 13.72 de consistentie en de vergelijkbaarheid van de waardebepaling vergroot.

- Level 1: *quoted prices in active markets*
- Level 2: *inputs other than quoted prices*. Bijvoorbeeld voor dezelfde soort activa in een actieve markt. Een voorbeeld dat gegeven wordt voor onroerende zaken, is de vierkante meter prijs voor vergelijkbare gebouwen op dezelfde locatie (IFRS 13.B35)
- Level 3: *unobservable inputs*. Input vanuit dit level wordt gebruikt als relevante observeerbare input niet aanwezig is. Bij de bepaling wordt uitgegaan van de aannames die partijen zullen maken bij het prijzen van het actief, ook die met betrekking tot risico-inschatting.

Tijdens de revisie van het *fair value* begrip in IFRS 13 is commentaar geleverd op de level 3 input. Gebruik maken van die input zou het *fair value* begrip misleidend maken en mogelijk leiden tot het hanteren van entiteitsspecifieke factoren (die nu juist uit *fair value* geweerd moeten worden). Deze risico's op subjectiviteit kunnen worden gemitigeerd door voldoende toe te lichten in de jaarrekening (IFRS, BC, 13.173). Methoden, aannamen en het level van input (zoals hiervoor beschreven) zijn aspecten die moeten worden toegelicht in de jaarrekening. Om het vereiste inzicht te kunnen geven, is het belangrijk dat partijen overwegen welke mate van detail en aggregatie van de gegevens worden toegelicht.

3.5. Conclusie

Er wordt op veel verschillende manieren naar waarde gekeken. *Value*, *worth*, vervangingswaarde, *fair value*, marktwaarde, maar ook de historische kostprijs zijn voorbeelden van waardebegrippen die in de jaarrekening kunnen voorkomen. Een economisch waardebegrip maakt toekomstige kasstromen contant naar het heden.

De bedrijfswaarde die wordt gehanteerd als invulling van de lagere realiseerbare waarde is een goed voorbeeld van een economische waarde. Dit begrip gaat uit van inschattingen van de leiding van de rechtspersoon en is daarmee wellicht minder betrouwbaar, omdat het mogelijk te subjectieve inschattingen in zich bergt. Het geeft een waarde weer die is gekoppeld aan de onderneming en gebaseerd is op inschattingen van het management.

Ook de marktwaarde/*fair value* worden gezien als economische waarden, zij het dat dit betekent dat een (hypothetische) *prijs* moet worden weergegeven onder huidige marktcondities.

De jaarrekening moet informatie geven die gebruikers in staat stelt economische beslissingen te nemen. Daarnaast heeft de jaarrekening een verantwoordingsfunctie. Jaarrekeningen gebaseerd op historische kosten geven gebruikers niet de meest relevante informatie over de mogelijke economische voordelen. Met het kostenmodel wordt wel invulling gegeven aan de verantwoordingsfunctie van de jaarrekening. De historische kostprijs is over het algemeen meer betrouwbaar en objectief vast te stellen, dan waarden op *fair value* (Searfoss, F., 1990), zij het dat het slechts aansluit bij gemaakte of te maken kosten. *Fair value* zou meer relevante informatie opleveren. In het volgende hoofdstuk wordt de relevantie en de betrouwbaarheid van het *fair value* begrip nader bestudeerd.

De belangrijke aanknopingspunten voor het onderzoek uit dit hoofdstuk zijn de volgende:

- Er zijn veel verschillende benamingen voor waardebegrippen in omloop, die soms eigenlijk een prijs zijn, geschaard kunnen worden onder het *accounting* of het *economic concept of profit* en dan wel een meer intern gericht of meer extern gerichte blik kennen;
- De bedrijfswaarde wordt bepaald voor een onderneming als geheel of indien mogelijk voor een kleinere kasstroomgenererende eenheid. Centraal staan de inschattingen van het management, waarbij als uitgangspunt goedgekeurde budgetten voor maximaal vijf jaar vooruit worden gehanteerd en als disconteringsvoet de actuele rente plus specifieke risico-opslagen wordt berekend;
- De *fair value* wordt gezien als een economische waarde waarbij wordt uitgegaan van economische omstandigheden op balansmoment, die de hypothetische prijs bepalen.

Intermezzo theoretisering

In de hierna volgende tabellen wordt de theorie samengevat. Tabel 3 vat de regelgeving rondom de relevante richtlijnen/ standards samen. In tabel 4 worden relevante waardebegrippen voor deze scriptie uitgewerkt. Daarbij geldt dat sprake is van een bijzondere waardevermindering als de boekwaarde hoger is dan de realiseerbare waarde. De realiseerbare waarde wordt bepaald door de hoogste van de bedrijfswaarde en de opbrengstwaarde.

Richtlijn/ Standaard	Omschrijving activa	1e Verwerking	Waarderingsmodel	Waardering	Mutaties in waarde
212 RJ	Materiele vaste activa	Activeren kostprijs en transactiekosten	Actuele waardemodel	Actuele kostprijs minus afschrijvingen en bijzondere waardeverminderingen (of indien lager) hoogste van de opbrengst-en bedrijfswaarde	+ in eigen vermogen (herwaarderingsreserve, 2:390 BW) -/- in resultatenrekening (tenzij terugname van eerder gepresenteerd verlies of winst)
			Kostprijsmodel	Kostprijs minus afschrijvingen en bijzondere waardeverminderingen (RJ 121)	
213 RJ	Vastgoedbeleggingen	Activeren kostprijs en transactiekosten	Actuele waarde model	Reële waarde	Resultatenrekening Vorming herwaarderingsreserve (2:390 BW)
			Kostprijsmodel (212)	Kostprijs minus afschrijvingen en bijzondere waardeverminderingen (RJ 121)	
IAS 16	Property, plant, equipment	Cost	Cost model	Cost less less any accumulated depreciation and impairment losses	
			Revaluation model	Fair value less any accumulated depreciation and impairment losses	+ Eigen vermogen (revaluation surplus) -/- Resultatenrekening, (tenzij terugname van eerder gepresenteerd verlies of winst)
IAS 40	Investment property	Cost	Fair Value model	Fair value	Resultatenrekening
			Cost model	Cost less less any accumulated depreciation and impairment losses	

Tabel 3 Overzicht relevante verslaggevingsstandaarden

Waardebegrip	Definitie	Wijze van bepalen	Rekening houden met toekomstverwachtingen?
Reële waarde (RJ) Marktwaarde (BAW)	Het bedrag waarvoor een actief (op balansmoment) kan worden verhandeld of een verplichting kan worden afgewikkeld tussen terzake goed geïnformeerde partijen, die tot een transactie bereid en onafhankelijk van elkaar zijn (art 4 BAW, 940 RJ)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Aan de hand van courante prijzen op actieve markt 2. Courante prijzen op actieve markt van afwijkende aard, staat of locatie 3. Recente prijzen op minder actieve markten 4. De contante waarde van geprognosticeerde kasstromen gebaseerd op betrouwbare schattingen 	Economische omstandigheden op balansmoment
Bedrijfswaarde (BAW)	De contante waarde van de aan een actief of samenstel van activa toe te rekenen geschatte toekomstige kasstromen, die kunnen worden verkregen met de uitoefening van het bedrijf (art 3 BAW)	<p>Geschatte kasstroom gedurende resterende levensduur contant maken.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Kasstromen max 5 jaar tenzij langere periode gerechtvaardigd - Dan rekening houden met maximaal gemiddelde groei in markt - Disconteringsvoet: rekening houden met actuele marktrente 	Schatting van economische omstandigheden gedurende resterende levensduur door de ondernemingsleiding
Opbrengstwaarde (BAW)	Het bedrag waartegen een actief maximaal kan worden verkocht, onder aftrek van de nog te maken kosten (art 5 BAW)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Prijs in bindende verkoopovereenkomst 2. Marktprijs in actieve markt 3. Baseren op best beschikbare informatie, recente transacties 	Economische omstandigheden op balansmoment
	The price that would be received (or paid) in an orderly transaction between market participants at the measurement date	<p>Market approach Cost approach Income approach/ Input:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Quoted prices 2. Inputs other than quoted prices 3. Unobservable inputs 	<ul style="list-style-type: none"> - Under current market conditions - Highest and best use

4. De informatieve functie van vastgoedwaarden in de jaarrekening

4.1. Inleiding

Leidt het schatten van een prijs op balansmoment tot nuttige informatie voor de gebruiker van de jaarrekening?

Met de huidige verslaggevingsstandaarden wordt getracht invulling te geven aan de informatieve functie van de jaarrekening: zowel verantwoordings- als beslisinformatie wordt verstrekt. De gepresenteerde afwaarderingen tijdens de recente vastgoedcrisis, leggen de nadruk op enkele aandachtspunten bij de voorgeschreven waardebegrippen voor vastgoedinvesteringen. In de literatuur is de discussie ontstaan over de toepassing van het *fair value* begrip, de toegevoegde waarde daarvan en de relatie van dit begrip met de crisis.

Dit hoofdstuk beschrijft allereerst de verschillen tussen de begrippen 'prijs' en 'waarde'. De efficiënte markthypothese, het gemis van elementen daarvan binnen de vastgoedsector en de gevolgen voor de (efficiënte) prijsbepaling bij *fair value* worden daarna beschreven.

4.2. Prijs en waarde

Prijzen zijn geen waarden (Vis, 2006, p. 21). Volgens de Van Dale is een prijs 'het voor een goed te betalen geldbedrag'. Dit bedrag is feitelijk; een prijs is waarneembaar. (Berkhout en Van Arnhem, 2013). Waarde kent een subjectief karakter en is niet (in algemene zin) waar te nemen. De waarde van een goed kan voor individuen verschillen, door bijvoorbeeld persoonlijke voorkeuren of andere verwachtingen van de marktontwikkelingen. Het verschil tussen waarde en prijs(inschattingen) maakt, dat er op de markt transacties tot stand kunnen komen. Vis schetst het hypothetische geval waarin sprake is van een volkomen markt (2006). Slechts in dat geval (als sprake is van homogene goederen, veel vragers en aanbieders, volledige transparantie en als alle relevante informatie op eenzelfde wijze door betrokkenen wordt geïnterpreteerd) kan sprake zijn van een evenwichtsprijs die gelijk is aan de waarde. Vis stelt dat te weinig aandacht wordt besteed aan het subjectieve karakter van (economische) waarde en prijs (Vis, 2006). Hij baseert zijn zienswijze op de uitgangspunten van de 'Oostenrijkse school'. Die gaat ervan uit dat ieder subject vrij is om te handelen. Anders dan wat in het huidige economisch denken centraal staat, is de mens geen *homo economicus*. Met subjectiviteit wordt bedoeld op het feit, dat het subject alles vanuit het eigen perspectief ziet. Een mens is gevormd door ontwikkeling en ervaring. De positie en situatie van subjecten is relevant om de waarde te bepalen. Ter Hoeven (2006, p. 41) benoemt in dit kader, dat gebruikers van jaarrekeningen geïnteresseerd zijn in objectieve informatie waarmee zij zelf het kasstroomgenererend vermogen vast kunnen stellen.

Gelijk aan Vis stelt Groeneveld, dat economische waarde subjectief is door positionering en situering (2004). 'Economische waarde is de betekenis van een bepaald object voor een bepaald subject', zo betoogt Groeneveld (2008). De economische waarde is afhankelijk van de partij ten opzichte waarvan het goed wordt gepositioneerd. Met situering doelt hij op het feit dat de waarde op een later tijdstip kan afwijken door wijziging van behoeften en mogelijkheden. Over het algemeen is de beweeglijkheid beperkt en kan de waarde gedurende een relevante periode als stabiel gelden, de crisis heeft echter laten zien dat veranderingen ook snel kunnen gaan (2008, Groeneveld). Verschillen in de waardebepaling door subjecten leiden tot transacties. Voor een koper is de waarde

minimaal gelijk aan de betaalde prijs, voor een verkoper is de waarde maximaal gelijk aan de prijs (Groeneveld, 2004).

Om de marktwaarde van vastgoedbeleggingen te bepalen is waardering op basis van de economische waardemaatstaf gebruikelijk (Nota van toelichting, artikel 11 BAW). Hiermee wordt volgens de Nota van toelichting bedoeld dat toekomstige kasstromen contant worden gemaakt. Deze toelichting raakt de essentie van de begripsverwarring tussen prijzen, waardebegrippen en waarderingsmethoden. Het besluit verwijst immers naar de *marktwaarde*, dat volgens de definitie gelijk is aan een (hypothetische) *prijs*. *Fair value* is een (hypothetische) prijs. De vertaling van dit begrip in marktwaarde of reële waarde, doet anders vermoeden en roept wellicht onduidelijkheid op. (Economische) Waarde is afhankelijk van het subject. Dat maakt één waardebepaling in de jaarrekening wellicht lastig, de waarde kan immers voor ieder individu (of groep van individuen) anders zijn. Vanuit die verschillende waardepercepties moet toch één *fair value* (hypothetische prijs) bepaald worden. Aan deze veronderstelling ligt de efficiënte markthypothese ten grondslag. In de volgende paragraaf wordt besproken welke kanttekeningen te plaatsen zijn bij deze hypothese als uitgangspunt voor het bepalen van een *fair value* voor een vastgoedinvestering.

4.3. Efficiënte markthypothese in de vastgoedmarkt

In de jaren '70 is door Fama de 'efficiënte markthypothese' geïntroduceerd in het economisch denken (1970). Kortgezegd wordt hiermee bedoeld dat alle publiekelijk bekende informatie verwerkt is in de prijs van een goed.²⁶ Nieuwe informatie zal ertoe leiden, dat de belegger zijn verwachtingen omtrent de toekomst aanpast. Sommige beleggers zullen te pessimistisch reageren en anderen te optimistisch op het nieuws, 'maar de markt heeft in zijn totaliteit gelijk'. Structureel beter presteren dan de markt, is onmogelijk. De prijs die derhalve ontstaat is een evenwichtsprijs. 'De markt' wordt geacht gelijk te hebben.

Er zijn enkele algemene opmerkingen bij de efficiënte markthypothese te plaatsen, die relevant zijn voor deze scriptie (Scott, 2006). Zo gaat het in deze definitie slechts om 'publiekelijk bekende informatie'. Voorinformatie en andere niet publiekelijk bekende informatie is derhalve niet verwerkt in de prijs. Met deze vorm van informatie kan derhalve een beter resultaat worden behaald, dan de markt in zijn geheel behaalt. Daarnaast is het van belang dat de prijs van het aandeel niet de onderliggende waarde van de onderneming hoeft te reflecteren (Scott, 2006, p. 90). Dit fenomeen ontstaat bijvoorbeeld door *inside information*. Tevens is sprake van een andere markt: de aandelenmarkt is een andere dan de markt voor ondernemingen.

De directe vastgoedmarkt is niet vergelijkbaar met de aandelenmarkt (Geltner e.a., 2014, p.265). De vastgoedmarkt wordt gekenmerkt door (infrequente) aan-en verkopen die niet persé op een publieke markt tot stand komen. Daarnaast is ieder vastgoedobject uniek, vanwege bijvoorbeeld locatie, omvang en huurcontract. Anders dan in de aandelenmarkt kan niet op ieder moment de prijs op de markt van een vastgoedobject bepaald worden. In de aandelenmarkt is de prijs van een aandeel ieder moment beschikbaar. De houder van het aandeel weet ook dat, in beginsel, tegen die prijs verkocht kan worden. Om te marktwaarde van een vastgoedobject te bepalen zal onderzoek gedaan moeten worden. Het onderhandelingsproces dat volgt, bepaalt de uiteindelijke prijs van het unieke object. Dat de prijs afwijkt van de eerder bepaalde waarde, kan volgens Geltner e.a. meerdere

²⁶ Er wordt in deze paragraaf uitgegaan van de 'semi-strong definitie'. De sterkste definitie van de efficiënte markthypothese gaat uit van een volledig transparante markt waarin bijvoorbeeld ook geen voorinformatie e.d. bestaat.

oorzaken hebben (2014, p. 267). Hij benoemt de informatievoorsprong, het zijn van een betere onderhandelaar of het ervaren van een bepaalde druk (bijvoorbeeld indien de verkoper liquiditeit nodig heeft). Partijen die de informatievoorsprong kunnen benutten, krijgen altijd nog te maken met transactiekosten, die in de vastgoedmarkt hoger zijn dan op bijvoorbeeld de aandelenmarkt. De voordelen van de informatievoorsprong worden daarmee in ieder geval deels teniet gedaan.

4.4. Kanttekeningen bij het begrip *fair value* in de jaarrekening

Fair value kent zijn oorsprong in US GAAP en werd in beginsel vooral gehanteerd voor de verantwoording van incidentele transacties. Pas later kreeg het begrip een plaats in waarderings- en resultaatbepalingsgrondslagen gebaseerd op een continuïteitsveronderstelling (Ter Hoeven, 2006). Bij de introductie van *fair value* voor vastgoedbeleggingen gaven de tegenstanders aan (IFRS, BC40.46):

- Er is vaak geen actieve markt: vastgoedtransacties zijn niet frequent en homogeen. Elke verkoop is uniek en de uitkomst van onderhandelingen. Het gevolg hiervan is dat *fair values* niet vergelijkbaar zijn, ze zijn niet bepaalbaar op een betrouwbare basis;
- IAS 39 (de standaard die relevant is voor verslaggeving over financiële instrumenten) vereist geen *fair value* voor instrumenten waarvoor een meer actieve markt aanwezig is dan voor vastgoedbeleggingen, dat wordt als vreemd ervaren;
- Een kostenbasis wordt gehanteerd voor activa die korter gehouden worden door de onderneming (bijvoorbeeld inventaris) dan vastgoedbeleggingen (met andere woorden: hoe relevant is de prijs?);
- Waardering op *fair value* is te kostbaar.

Deze aandachtspunten hebben ertoe geleid, dat de keuze bleef bestaan tussen *fair value* waardering en de waardering op historische kostprijs. Beide modellen kennen geen absolute geldigheid: de opsteller van de jaarrekening heeft een vrije keuze. Wel dient de *fair value* te worden toegelicht indien wordt gekozen voor waardering volgens het kostenmodel.

Ter Hoeven schetst drie dimensies die hij relevant acht bij de keuze om te komen tot een informatief waardebegrip voor een actief (Ter Hoeven, 2006, p. 33 e.v.).²⁷ Die dimensies worden hierna beschreven.

4.4.1. Relevantie van managementintentie

Allereerst benoemt Ter Hoeven de management intenties met betrekking tot de activa. Ondanks de negatieve bijklank die management intenties in de literatuur hebben (in verband met bijvoorbeeld *earnings management*) is de intentie volgens hem in het licht van het doel van de verslaggeving zeker relevant. Enerzijds omdat het bij de keuze voor een waardebegrip al lange tijd een rol speelt. Hij benoemt bijvoorbeeld de vervangingswaardeleer van Limperg; toepassing hiervan is pas opportuun als het management ook daadwerkelijk de intentie tot vervanging heeft. Anderzijds omdat door IFRS in sommige standaarden de intentie ook als belangrijk is geïdentificeerd.²⁸

²⁷ Hij beschouwt hier het historische kostprijsbegrip ten opzichte van de *fair value*

²⁸ In de nieuwe standaard IFRS 9 wordt aangesloten bij het *business model* van de onderneming. Dat is doorslaggevend voor de te gebruiken waarderingsmaatstaf.

Een voorbeeld hiervan is de waardering van *financial instruments* (IAS 39). Hierbinnen wordt de categorie *held-to-maturity investments* onderscheiden. Deze investeringen kennen vaste of bepaalde kasstromen en een vaste looptijd. De verslaggevende entiteit heeft de intentie en de mogelijkheid deze investeringen tot het einde van de looptijd aan te houden. De waarderingwijze voor deze categorie (*at amortised cost*) leidt ertoe, dat waardeveranderingen niet tot uitdrukking komen in de jaarrekening. Deze dragen immers niet bij aan het inzicht in het vermogen en het resultaat van de onderneming, omdat de activa (in beginsel) tot het einde van de looptijd worden aangehouden. De tussentijdse verkoopprijs is dan irrelevant. Overigens is het wel relevant, dat de intentie van het management enige substantie kent, bijvoorbeeld af te leiden uit bestuursbeslissingen, financieringsplannen/ begrotingen. Substantialisering en sanctionering worden door Ter Hoeven benoemd als twee belangrijke uitgangspunten om evenwichtig en proportioneel gebruik te maken van een keuzemogelijkheid (Ter Hoeven, 2006).

4.4.2. *Verschil fair value en value in use?*

Ook bij een vergelijking tussen de *value in use* en de *fair value*, lijkt de intentie van het management relevant.²⁹ Ondanks dat beiden bepaald kunnen worden door de toekomstige kasstromen contant te maken (methode), zal de input voor deze discount cashflow methode niet gelijk zijn.

Belangrijk verschil tussen beide waarden is de mate waarin specifiek aan de onderneming verbonden factoren een rol mogen spelen in de waardering (Ter Hoeven, p.11). Bij de *fair value* bepaling gaat het om: *assumptions that market participants would use when pricing the asset* (IFRS 13.B14).

Het verschil tussen de *value in use* en de *fair value* wordt expliciet benoemd in IAS36.53A. Als voorbeelden van specifieke entiteitsfactoren (en niet relevant voor de bepaling van de *fair value*) worden benoemd: portfolio-voordelen, synergie-effecten met andere activa, rechten en verplichtingen die specifiek zijn voor de eigenaar en specifieke belastingvoordelen voor de eigenaar. Ter Hoeven voegt hieraan toe, dat *fair value* transactiegebaseerd is en *value in use* uitgaat van voortgezet gebruik. De *value in use* is derhalve minder gevoelig voor marktimperfecties. Daar raakt Ter Hoeven een relevant punt voor dit onderzoek.

Een onderneming gaat bij de verslaggeving uit van de continuïteit van de onderneming (*going concern* beginsel).³⁰ Het is dan de vraag of het waarderen van vastgoedinvesteringen op de (geschatte) transactieprijs op balansdatum informatieve waarde heeft. Zeker als de onderneming voornemens is de objecten nog langere tijd aan te houden en voorlopig niet tot verkoop over hoeft te gaan. Tijdens bijvoorbeeld een financiële crisis kan dit ertoe leiden dat een object gewaardeerd op historische kostprijs geen bijzondere waardevermindering ondergaat. Bij de inschatting van de leiding van de onderneming om de toekomstige kasstromen om de bedrijfswaarde te bepalen, kan immers rekening worden gehouden met het verwachte herstel van de markt. Datzelfde object gewaardeerd op *fair value* zal naar alle waarschijnlijkheid wel in waarde dalen op het balansmoment. Waardering op *fair value* brengt immers met zich mee, dat slechts rekening mag worden gehouden met economische omstandigheden op het balansmoment. Uitgaande van de efficiënte markthypothese zou gesteld kunnen worden dat verwachtingen van potentiële gegadigden omtrent herstel van de markt verwerkt zitten in de prijs van een object op balansmoment. De literatuur en het onderzoek naar de efficiënte vastgoedmarkt, doen hieraan echter gereede twijfel toekomen.

²⁹ De *value in use* is relevant voor de bepaling van de *recoverable amount*, IAS 36

³⁰ Zoals beschreven in het stramien van de jaarrekening.

4.4.3. Aard van de activa

Activa die ook los van het bedrijf hun kasstromen kunnen genereren en makkelijk verhandelbaar zijn, zullen bij waardering tegen actuele waarde de meest nuttige informatie opleveren, zo wordt in de literatuur gesteld (Ter Hoeven, 2006, p. 36 en Botosan en Huffman, 2015). Als voorbeeld worden effecten en vastgoedbeleggingen genoemd. De vervangingswaarde en opbrengstwaarden zijn voor deze activa volgens Ter Hoeven gelijk. ‘De actuele prijs is een reflectie van de potentiële waarde van het actief dat een bedrijf ieder moment kan genereren’ (2006, p.36). Voor effecten die aan de beursgenoteerd zijn, kan dat in beginsel gelden.³¹

Voor vastgoedbeleggingen lijkt dit echter niet het geval. De prijsinschatting die ten grondslag ligt aan *fair value*, is puur hypothetisch en een eventuele koper hoeft niet aanwezig te zijn. Zelfs als er op dat moment geen markt bestaat voor het actief, moet een prijs bepaald worden (IFRS BC 176 e.v.).³² Daarnaast is geconstateerd in de onderzoeken naar de werking van de efficiënte markt, dat die hypothese voor de vastgoedmarkt niet (volledig) opgaat (par. 4.3). Het is dan ook maar de vraag of de (hypothetische) prijs op balansmoment informatief is over de waarde van het object. Zeker als bijvoorbeeld sprake is van een van het gemiddelde afwijkende marktsituatie (de recente vastgoedcrisis). Toepassing van *fair value* in de jaarrekening zou pas mogelijk zijn als betrouwbare marktindices beschikbaar zijn en directe verkoop mogelijk is (Groeneveld, 2004, p. 258).

Ook in andere internationale literatuur wordt aandacht besteed aan de kanttekeningen bij *fair value*. Botosan en Huffman maken hiertoe onderscheid tussen *in-use* en *in-exchange* activa. Net als Ter Hoeven en Van der Zanden maken zij ook onderscheid naar gelang de mate van zelfstandigheid van de vruchtdrager. De *in-exchange* activa, waarvoor waardering op *fair value* informatief zou zijn, formuleren zij als volgt:

“assets expected to realize their contribution to firm value on a standalone basis in exchange for cash or other economically valuable assets. Use of such assets in combination with other firm assets generates little or no incremental firm-specific value” (Botosan, Huffman, 2015)

Gezien de definitie lijkt het aannemelijk, dat eigen gebruiksvastgoed ingedeeld kan worden in de categorie *value in use*. Als voorbeeld van een *in-exchange* activa benoemen zij een investeringscertificaat, dat los van de onderneming zijn bijdrage levert aan de onderneming. De categorie vastgoedbeleggingen (IAS 40) wordt onderscheiden van ander vastgoed, vanwege het feit dat zij los van andere activa de kasstromen genereren. Dat zou ervoor kunnen pleiten om vastgoedbeleggingen te bestempelen als *in-exchange*. Vastgoedbeleggingen zijn echter naar hun aard andere beleggingen dan die in aandelen en financiële waardepapieren. Om vastgoed te laten renderen moeten bijvoorbeeld de volgende activiteiten worden uitgevoerd: nieuwe huurders worden gezocht, huurcontracten worden afgesloten, huren worden geïnd, onderhoud wordt uitgevoerd en klachten worden aangenomen en opgelost.³³

³¹ Het valt buiten de scope van deze scriptie om ook de theorie te bespreken die stelt dat de (beursgenoteerde) aandelenprijs niet gelijk is aan de onderliggende waarde van de onderneming.

³² . Berkhout schrijft hierover: ‘Een taxatie is een schatting van een bedrag dat in een hypothetische transactie tot stand komt. De taxateur is aan het schatten en dat is een subjectief proces. Bij taxeren gaan we uit van (hypothetisch bezien) een transactie die (hypothetisch bezien) zou plaatsvinden op de peildatum tussen (hypothetisch bezien) een bereidwillige koper en (hypothetisch bezien) een bereidwillige verkoper. De taxateur moet dus (hypothetisch bezien) aannemen dat er bereidwillige kopers zijn en dat de verkoper bereidwillig is om te verkopen, ook al kan hij ze in werkelijkheid niet vinden of waarnemen wegens het ontbreken van een actieve markt. Sommige vastgoedprofessionals beweren wel dat er geen marktwaarde getaxeerd zou kunnen worden wanneer er helemaal geen verkopers en kopers in de markt zouden zijn, maar dat is een misvatting.’ (Berkhout, 2004)

³³ We zien ook in de fiscaliteit de discussies over de aard van de vastgoedonderneming. Is er sprake van beleggen, wat niet leidt tot een fiscale onderneming. Of is sprake van een onderneming, waarin met behulp van arbeid en kapitaal wordt deelgenomen aan het economisch verkeer met als doel een meer dan normaal rendement te behalen

Ook Van der Zanden uit kritiek op de toepassing van fair value (2012). Hij maakt, net als Ter Hoeven, onderscheid tussen de zelfstandige vruchtdragers (de activa die los van het bedrijf kasstroom kunnen genereren) en de overige activa. Voor de eerste groep acht Van der Zanden waardering op fair value opportuun, voor de overige categorieën niet. Net als in andere literatuur (o.a. Barth, 2014) plaatst hij een kritische noot bij de toepassing van *fair value* voor steeds meer categorieën in de balans. Waardering op *fair value* gaat volgens hem voorbij aan de doelstelling van de jaarrekening. Barth gaat verder en stelt dat geen overall *measurement framework* beschikbaar is, regelgeving hieromtrent lijkt gebaseerd op historische precedenten, ervaring, expertise en niet op gedegen onderzoek (Barth, 2014). Een onderbouwing voor die stelling zou gevonden kunnen worden in het recent gepubliceerde (concept)herziene *conceptual framework* van de IASB (IASB, 2015). Daarin wordt benoemd dat in het herziene *framework* aandacht moet worden besteed aan opstelling van het *measurement framework*.

4.5. Conclusie

Voor vastgoedbeleggingen bestaat de keuze om fair value als waarderingsmaatstaf te hanteren. Hierop zijn reeds bij de introductie daarvan in IAS 40 kanttekeningen geplaatst. Het gemis aan een actieve markt, met homogene goederen die frequent worden verhandeld en daarnaast de intentie van het management om dergelijke objecten lange tijd aan te houden werden als nadelen genoemd. Een prijs is geen waarde. Een waarde is subjectief, voor ieder individu kan de waarde verschillend zijn. Het lijkt subjectief deze verschillende waarden samen te vatten in een hypothetische prijs op balansmoment. Zeker ook omdat de efficiënte markthypothese niet opgaat voor (directe) vastgoedinvesteringen. Ter Hoeven benoemt dimensies die relevant zijn voor de waarderingskeuze voor een actief: aard van het actief (waarbij het overigens de vraag is of de literatuur de vastgoedbelegging goed kwalificeert) en de intentie van het management.

De belangrijke aanknopingspunten voor het onderzoek uit dit hoofdstuk zijn de volgende:

- Dé waarde bestaat niet, een waarde is afhankelijk van de positie en situatie van het individu;
- De efficiënte markthypothese lijkt niet op te gaan voor directe vastgoedinvesteringen;
- Een hypothetische prijs op balansmoment levert niet per definitie relevante informatie op.

In het volgende hoofdstuk wordt een verkenning gestart naar waarde van vastgoed op de langere termijn.

5. Een ander waardebegrip in de jaarrekening?

5.1. Inleiding

Vastgoedinvesteringen kunnen in de jaarrekening worden gewaardeerd volgens het kostenmodel of het *fair value* model. Het kostenmodel levert begrijpelijke en verifieerbare informatie op (audit-trail), en geeft een getrouwe weergave van de kosten. De informatie is echter, afhankelijk van de bedoeling van het maatschappelijk verkeer, minder relevant. De bedrijfswaarde wordt pas relevant bij een duurzame waardevermindering indien wordt gewaardeerd volgens het kostenmodel. De aannames, zoals gemaakt door het management leveren echter te weinig betrouwbare informatie op. Waarderen volgens het *fair value* model zou meer relevante en betrouwbare informatie op moeten leveren, omdat het aansluit bij de prijsvorming op de huidige markt. Daarbij worden in de literatuur echter vraagtekens geplaatst.

Dat rechtvaardigt het onderzoek naar de introductie van een waardebegrip dat meer relevante informatie oplevert voor het maatschappelijk verkeer. Ook in de literatuur wordt hierover gesproken. Zo doet Kalkman een beroep op het logisch verstand en doet de oproep 'weer zelf te gaan nadenken'. Historische kostprijs, het adagium van de twintigste eeuw, voldoet nu immers ook niet meer, zo stelt hij. Hij beargumenteert dat de marktwaarde uitgaat van een irrealistische aanname. Het zou volgens hem veel logischer zijn om te waarderen op een (meer objectieve) economische waarde (2015). Ook Botosan e.a. beschouwen de informatieve waarde in de jaarrekening ook vanuit de economische invalshoek: op welke wijze en welke waarde draagt het actief bij aan de waarde(ontwikkeling) van de onderneming (Botosan, 2015)?³⁴

In de meest recente versie van de EVS (2016) wordt gesproken over een *sustainable value*: een economische waarde op de langere termijn, waarbij ervan wordt uitgegaan dat markten altijd weer naar een gemiddelde tenderen (Tegova, 2016, par. 5.3).

In dit hoofdstuk wordt een aanzet gegeven voor een economisch waardebegrip voor vastgoedinvesteringen.

5.2. Economische waarde in business valuation

Een korte blik op de *business valuation* leert het volgende. In die literatuur is algemeen aanvaard dat een economische waarde van een onderneming wordt bepaald door de vrije kasstroom contant te maken tegen een vermogenskostenvoet (zie ook Koller, 2005 en Vis, 2006).

De vrije kasstroom wordt bepaald door rekening te houden met verwachte ontwikkelingen.³⁵

Vermogenskostenvoet

De aldus bepaalde kasstromen worden contant gemaakt om de netto contante waarde te kunnen bepalen. Het contant maken geschiedt tegen de vermogenskostenvoet. Investeerders verwachten een bepaald rendement voor het risico dat zij aangaan met de investering: hoe groter het risico, hoe hoger het verwachte rendement. Om de vermogenskostenvoet te bepalen moet allereerst inzicht in de vermogenskostenstructuur worden verkregen. Vervolgens is het van belang de vermogenskosten van eigen en vreemd vermogen te bepalen (Koller e.a., 2005, p.291). Om de kostenvoet van het

³⁴ Waarbij zij overigens opmerken dat het zij in het onderzoek het businessmodel (dat relevant is in de theorie van business valuation) niet betrekken, aangezien dat in de huidige accounting regels niet als relevant wordt beschouwd.

³⁵ Het is voor deze scriptie niet relevant nu nader in te gaan op de bepaling van de vrije kasstroom.

eigen vermogen te bepalen, kan worden aangesloten bij het *Capital Asset Pricing Model* (hierna: CAPM) (Koller e.a., 2005, p.224). Door uit te gaan van de risicovrije rentevoet, de marktpremie en de Béta kan de kostenvoet op het eigen vermogen worden bepaald.³⁶ Of dit ook leidt tot een realistische vermogenskostenvoet, is nog maar de vraag (Vis, 2006). Het CAPM is vooral ontwikkeld als hulpmiddel bij het samenstellen van portefeuilles (diversificatie). Uitgangspunt is de efficiënte markt, daarop kan veel genuanceerd worden, zo stelt Vis (2006). Daarnaast gaat het voorbij aan transactiekosten en gaat ervan uit dat vreemd vermogen verkregen wordt tegen de risicovrije rentevoet, wat lang niet altijd het geval is. De Béta gaat uit van prijzen (op aandelenmarkten) en die zijn niet bij voorbaat geschikt om waarden te bepalen.

Een andere methode, die vaak wordt gebruikt voor de waardebeoordeling van niet-beursgenoteerde ondernemingen is de *build up* methode (PTA, 2013). Een vergelijkbare risico/rendement redenering als bij het CAPM ligt hieraan ten grondslag. Bij het bepalen van het ondernemings specifieke gedeelte, wordt vervolgens vooral gekeken in hoeverre de onderneming onafhankelijk is van andere partijen en derhalve het eigen beleid kan bepalen. Een grotere afhankelijkheid betekent een hoger risico. In de praktijk kan dit worden vastgesteld aan de hand van bijvoorbeeld een SWOT analyse (Vis, 2006).

Vanzelfsprekend dienen in de teller en de noemer geen dubbeltellingen te worden opgenomen. In de literatuur wordt er wel voor gepleit in de teller de operationele verwachtingen op te nemen en in de noemer de financiële verwachtingen. Door middel van scenario's zouden dan statistisch verwachte vrije geldstromen kunnen worden vastgesteld (Vis, 2006, p. 34). Dit komt de vergelijkbaarheid van de noemer ten goede.

5.3. Economische waarde voor vastgoedinvesteringen?

Zoals in de vorige paragraaf beschreven bestaan verschillende methoden om de (economische) waarde van een (gehele) onderneming te bepalen. De in de literatuur meest geaccepteerde methode is de DCF- methode. Bij deze methode worden de (geschatte) toekomstige kasstromen contant gemaakt tegen een relevante vermogenskostenvoet. Hiermee wordt de waarde van een onderneming bepaald.

De inschatting van de toekomst bepaalt (mede) de waarde van de onderneming. Deze methodiek wordt ook gehanteerd bij bijvoorbeeld de bepaling van de bedrijfswaarde. Die waarde wordt in de verslaggeving gezien als een te subjectieve waarde die minder betrouwbare informatie oplevert.

Ingrediënten voor een bestendige economische waarde?

Om de bedrijfswaarde te berekenen, moet rekening worden gehouden met een inschatting van het management over de economische omstandigheden gedurende de economische levensduur. De kasstromen worden bij de schatting van de bedrijfswaarde bepaald rekening houdend met de uitoefening in het bedrijf. Er wordt dus, in tegenstelling tot bij bepaling van de *fair value*, niet (persé) uitgegaan van de *highest and best use*. Daarentegen wordt bij de bepaling van de bedrijfswaarde wel rekening gehouden met (verwachte) ontwikkelingen in marktomstandigheden gedurende de levensduur. De bedrijfswaarde wordt bepaald door de waarde van de gehele onderneming te berekenen en deze (op arbitraire wijze) toe te rekenen aan de activa en passiva. Tabel 5 vat de verschillen samen.

³⁶Kostenvoet eigen vermogen = risicovrije rentevoet + (marktpremie * Béta).

	Bedrijfswaarde	Marktwaaarde
Toekomstverwachtingen	Ja	Nee
Interne verwachtingen	Ja, inschatting van het management	Nee, prijs zoals bepaald door de marktpartijen die handelen op de markt
Highest and best use	Nee, intentie van het management	Ja

Tabel 5 Verschillen Bedrijfswaarde en marktwaarde

Bestendige economische waarde

Indien een (geobjectiveerde) waarde rekening houdend met de economische omstandigheden op de langere termijn bepaald zou kunnen worden (in plaats van rekening houdend met de economische omstandigheden op balansdatum), kan waardering aan de hand van dit begrip wellicht nuttige informatie opleveren voor gebruikers van de jaarrekening. Zonder daarmee voorbij te gaan aan de unieke positie en situatie van het desbetreffende subject. Het begrip dat hiermee rekening houdt, word in deze scriptie geuid met:

'bestendige economische waarde'.

Ondanks dat de marktwaarde als het adagium wordt gezien in zowel taxatie als verslaggevingsland, is de verkenning van een aangevuld waardebegrip relevant. Schematisch kan de verhouding tussen de marktwaarde, de bedrijfswaarde en de bestendige economische waarde als volgt worden weergegeven.³⁷



Figuur 4 Verhouding marktwaarde, bestendige economische waarde en bedrijfswaarde

³⁷ De bedrijfswaarde wordt in de literatuur ook als economische waarde gezien. Datzelfde geldt in sommige gevallen voor de marktwaarde. Vandaar dat is gekozen voor de toevoeging van het woord: bestendig. Hiermee wordt bedoeld op een waardebegrip dat via een consistente methode bepaald wordt en waarbij input zoveel mogelijk geobjectiveerd wordt.

5.4. Conclusie

In dit hoofdstuk stond de economische waarde centraal. Vanuit de *business valuation* is dit een bekend begrip. En ook in de verslaggeving bestaan waardebegrippen (zoals bijvoorbeeld *fair value*) die volgens de literatuur aangemerkt kunnen worden als een economische waarde. Echter *fair value* is feitelijk een prijsbepaling op peildatum en de bedrijfswaarde wordt vaak als te subjectief aangemerkt. In dit hoofdstuk is het bestendige economisch waardebegrip tussen de marktwaarde en de bedrijfswaarde in geplaatst. Naar een definitie en nadere invulling van dit begrip wordt gezocht in de praktijkstudie van dit onderzoek. Om tot een dergelijke waarde te komen zal de unieke positie en situatie van het subject een rol moeten spelen (vergelijk de literatuur uit hoofdstuk 4). De inschattingen van de leiding van de rechtspersoon zullen echter geobjectiveerd moeten worden.

Om een eerste aanzet te kunnen geven voor de invulling van de bestendige economische waarde voor vastgoedinvesteringen wordt hierna onderzocht in hoeverre in de praktijk reeds ervaringen zijn opgedaan met dergelijke waarderingen voor vastgoedobjecten. Bij de nationalisatie van de bank SNS REAAL is gewerkt met een waardebeoordeling gebaseerd op de *Real Economic Value* (Kamerstukken II, 2013, 33.532 nr. 1 Nationalisatie SNS REAAL) (hierna: REV). Dit begrip is geïntroduceerd door de Europese Commissie.

Volgens de minister van Financiën is het begrip het best als volgt te duiden (Kamerstukken II, 2013, 33.532 nr. 1 Nationalisatie SNS REAAL):

‘Het is vergelijkbaar met de intrinsieke waarde van een (leningen) portefeuille waarbij wordt uitgegaan van voldoende liquiditeit en waarbij risico-aversie veroorzaakt door de crisis buiten beschouwing wordt gelaten’

Niet de prijs op het waarderingmoment is bepalend, maar de (economische) waarde uitgaande van normale marktomstandigheden is doorslaggevend. In het volgende hoofdstuk zal middels casestudy onderzoek worden gedaan naar de invulling van het REV begrip.³⁸

³⁸ Naast dit begrip is tevens onderzocht of de ‘mortgage lending value’ zoals deze in Duitsland wordt gehanteerd aanknopingspunten biedt voor de invulling van het bestendige economische waardebegrip. Dat lijkt niet het geval. De MLV is een (zeer) voorzichtige waardering die niet zozeer een weergave is van de marktcondities op lange termijn. De MLV wordt beheerd door de Duitse Pfandbriefe regelgeving en is met name gebaseerd op historische resultaten en parameters.

6. Casestudy

6.1. Inleiding

In dit hoofdstuk wordt verslag gedaan van de beoordeling van een case waarin het waardebegrip *real economic value* (hierna: REV) centraal staat. Het doel van deze casestudy is te onderzoeken hoe dit begrip in de praktijk is ingevuld en in hoeverre dit begrip input biedt voor de invulling van het bestendige economische waardebegrip voor vastgoed.

Allereerst wordt in dit hoofdstuk de gehanteerde methodologie beschreven. Vervolgens wordt de SNS REAAL casus besproken en staat centraal hoe invulling is gegeven aan de REV die is bepaald ten tijde van de nationalisatie van de bank. Dit hoofdstuk wordt afgesloten met een conclusie met daarin de belangrijkste bevindingen.

6.2. Methodologie

Een verkenning heeft uitgewezen dat reeds gewerkt is met het waardebegrip *real economic value*. De casestudy bevat slechts één casus, namelijk die van de nationalisatie van SNS REAAL. Er is gezocht naar meerdere casus, deze zijn echter (nog) niet voorhanden. Dit kan de waarde van de onderzoeksmethode beperken. De aanvulling met de interviews en de expertmeeting is derhalve relevant.

Daarentegen geldt dat deze casus een grote maatschappelijke relevantie kent waarbij een zeer omvangrijke leningenportefeuille gewaardeerd is aan de hand van het onderliggende vastgoed. Tegelijkertijd kent de casestudy hierdoor ook een sterke politieke component. In deze verdiepende casestudy wordt op een open wijze data verzameld. Aan de hand van meerdere bronnen wordt invulling gegeven aan de casestudy (bronnentriangulatie) (Verschuren, 2007). Er is gebruikt gemaakt van literatuur, kamerbrieven en waarderingsrapporten. Tevens is gesproken met enkele betrokken partijen.

6.3. Case SNS REAAL

6.3.1. Overview nationalisatie traject SNS REAAL

Op 1 februari 2013 informeerde de minister van Financiën de Tweede Kamer over de nationalisatie van SNS REAAL (hierna: SNS) (Kamerstukken II, 2013, 33.532 nr. 1 Nationalisatie SNS REAAL). Vanwege de crisis en grote problemen bij onder andere de vastgoedtak SNS Property Finance (hierna: Property Finance) zag de minister geen andere mogelijkheid dan overgaan tot nationalisatie van SNS en het vervolgens financieel en operationeel isoleren van de vastgoedtak in een separate vastgoedbeheerorganisatie. Het apart zetten van de vastgoedtak was noodzakelijk om het vertrouwen in SNS (bank) te herstellen. Om hiertoe over te kunnen gaan moesten waarderingen gemaakt worden van bezittingen en schulden van de vastgoedtak. Het waardebegrip dat hierbij is gehanteerd, is de REV. De REV is volgens de minister het best vergelijkbaar met de intrinsieke waarde van de portefeuille waarbij wordt uitgegaan van voldoende liquiditeit en waarbij risico-aversie buiten beschouwing wordt gelaten. Voor deze waarde is de vastgoedtak afgesplitst. Het verschil tussen de marktwaarde van de portefeuille en de REV levert staatssteun op. Hiervoor gelden speciale regels, zodat de Europese Commissie kan beoordelen of de staatssteun verenigbaar is met de interne markt (Boudghene, 2012).

Voor de waardering van de leningenportefeuille van de vastgoedbeheerorganisatie is gebruik gemaakt van de expertise van het advieskantoor Cushman&Wakefield, dat hiertoe een rapportage

heeft opgesteld. Uit die rapportage bleek dat een afwaardering moest plaats vinden op de leningenportefeuille. De waardering is in later stadium getoetst door BlackRock in opdracht van de Nederlandse staat. Ook de Europese Commissie heeft een toets laten uitvoeren op de waardering door Cushman&Wakefield.

Op 19 december 2013 heeft de Europese Commissie goedkeuring verleend op het dossier, wat leidde tot de afsplitsing van de vastgoedbeheerorganisatie per 1 januari 2014. Zij ging verder onder de naam Propertize BV (hierna: Propertize). De doelstelling van Propertize is het op een efficiënte wijze afwikkelen van de vastgoedleningenportefeuille. Met de oprichting van deze vastgoedbeheerorganisatie is EUR 500 miljoen gemoeid, verstrekt door de staat. Propertize start volgens haar jaarstukken met de afbouw van de portefeuille (Propertize, 2014 en Propertize, 2015). In 2014 is de nationalisatie van SNS geëvalueerd door de politiek. In het najaar van 2015 is de Kamer geïnformeerd door de minister. Vanwege onder andere de extreem lage lange rente heeft hij laten onderzoeken of het (binnen de doelstellingen) mogelijk zou zijn Propertize in zijn geheel te verkopen aan een derde partij. Op 28 juni 2016 werd bekend gemaakt dat Propertize is verkocht aan een consortium van Lone Star en Morgan Stanley (Kamerstukken II, 2015-2016) voor een EUR 895 miljoen. De EUR 500 miljoen die de staat heeft ingebracht om Propertize te starten is hiermee terugverdiend.

6.3.2. *Real economic value*

In het dossier Propertize heeft de *real economic value* een belangrijke plaats ingenomen. Belangrijk om op te merken is dat de REV bepaald is van de leningenportefeuille van Propertize. Daarbij speelde de waardering van het vastgoed, onderpand voor de leningen, een voorname rol. Direct vastgoed maakte slechts een klein onderdeel uit van de totale waarderingsopdracht. Desalniettemin kan verkend worden of de bepaling van de REV van de leningenportefeuille interessante informatie oplevert voor de invulling van het begrip bestendige economische waarde voor vastgoedinvesteringen.

Het REV begrip is geïntroduceerd door de Europese Commissie in verband met staatssteun aan financiële instellingen tijdens de recente crisisperiode. Het begrip is niet nader geduid door de EC. Twee medewerkers van de EC hebben, op persoonlijke titel, het begrip nader geduid in een artikel (Boudghene en Maes, 2012). De hierna volgende uiteenzetting is hieraan ontleend.

Het uitgangspunt dat geschetst wordt zijn *impaired assets* (besmette activa). Hiervan is sprake als:

- De intrinsieke waarde van het actief ver boven de marktwaarde ligt;
- Activa die hoge verwachte verliezen kennen of;
- 'Gezonde activa' die vanwege negatieve waarde (in verband met de funding kosten) van de balans moeten verdwijnen.

Om de besmette activa te behandelen kan de overheid ervoor kiezen de activa te kopen en ze daarmee van de balans van de financiële instelling te halen. De besmette activa worden gekocht door de overheid en ingebracht in een nieuw vehikel dat door de Staat gesponsord wordt.

Belangrijkste doelstelling hiervan is de onzekerheid rondom een financiële instelling weg te nemen, waardoor het vertrouwen weer toeneemt, met als ultiem doel het herstellen van de liquiditeit- en solvabiliteitspositie van de financiële instelling. In beginsel moeten de besmette activa tegen marktwaarde worden overgedragen aan de Staat om staatssteun te voorkomen. Echter sinds het uitbreken van de financiële crisis in 2008 zijn belangrijke marktdisfunctionaliteiten opgetreden. Hierdoor is de prijs op de markt niet langer gelijk aan de intrinsieke waarde. Het REV begrip is geïntroduceerd om te toetsten of in dergelijke (crisis)situaties sprake is van de verstoring van de interne markt. De REV, zo stelt het artikel, is kan bepaald worden door de contante waarde te

berekenen van de geschatte cashflows tot afloop van het contract. Hierbij wordt rekening gehouden met redelijk te verwachten verliezen die kunnen optreden, maar wordt geabstraheerd van aan marktfalen gerelateerde factoren. Als voorbeelden worden genoemd productcomplexiteit en een vertrouwenscrisis, met als gevolg gemis aan liquiditeit in de markt of excessieve risico-aversie. Om de REV te bepalen kan de gemiddelde netto contante waarde worden berekend aan de hand van bijvoorbeeld Monte-Carlo-simulaties. Hierbij is het belangrijk op te merken dat verwachte verliezen worden meegenomen in de teller van de breuk en de mate van risico in de noemer.

Het uitvoeren van een stress test, waarin de uitgangspunten worden geconfronteerd met extreme maar plausible scenario's kan waardevolle informatie opleveren. Onder andere voor het bepalen van de uiteindelijke prijs waarvoor de besmette activa worden overgedragen aan de Staat.

6.3.3. *Uitwerking real economic value bij SNS/ Propertize*

Het rapport dat Cushman & Wakefield (hierna: C&W) heeft uitgebracht aan het Ministerie van Financiën beschrijft de aanpak, methodologie en uitkomsten van het onderzoek naar de *real economic value* van de leningenportefeuille van SNS Property Finance.

Om de waardering tot stand te brengen is gewerkt met een indeling van de leningen in verschillende categorieën op basis van de waarschijnlijkheid dat een dergelijke lening in *default* zou raken. De waardering leidde tot een verlies van EUR 2,8 MRD op de gepresenteerde boekwaarde in de balans per 30 juni 2012 (Propertize, 2013). Uit de jaarverslagen van Propertize blijkt dat zij streeft naar het realiseren van een kleiner verlies op de portefeuille (Propertize, 2013, p.20). Dit zou gebaseerd kunnen zijn op andere toekomstverwachtingen. Dat C&W de waardering conform de eisen van de Europese Commissie heeft opgesteld, blijkt uit de brief van 19 december 2013 aan de Kamer. 'De Commissie heeft een expert ingeschakeld om de schattingen van Cushman & Wakefield onafhankelijk te toetsen. De Commissie heeft op basis van dit onderzoek nu bevestigd dat de schattingen redelijk zijn en daarmee de afsplitsing op basis van deze REV goedgekeurd'.

6.4. Conclusie

Met het bestendige economische waardebegrip wordt getracht inzicht te geven in de waarde van vastgoed op de langere termijn. De waardering op REV biedt aanknopingspunten voor een dergelijke waardering. De REV is niet één-op-één te vertalen naar een bestendige economische waarde voor vastgoedinvesteringen. Als sprake is van disfunctioneren van de markt, wordt gewaardeerd alsof sprake is van 'normale' marktomstandigheden. Dit begrip wijdt niet uit over de marktomstandigheden die in positieve zin afwijken van het normale. Belangrijke aanknopingspunten zijn desalniettemin:

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

Intermezzo operationalisatie

Gebaseerd op de literatuurstudie en de casestudy wordt in tabel 6 inzichtelijk gemaakt waar de waardebegrippen historische kostprijs, bedrijfswaarde, marktwaarde en bestendige economische waarde van elkaar verschillen en welke overeenkomsten bestaan. Dit met de kanttekening, dat voor de bestendige economische waarde slechts enkele (te toetsen) onderzoeksveronderstellingen zijn samengevat. Die veronderstellingen vormen de basis voor het praktijkonderzoek dat in het volgende hoofdstuk wordt besproken.

Waarde	Historische kostprijs minus afschrijvingen	Bedrijfswaarde	Fair value/ Marktwaarde	Bestendige economische waarde
Aspect				
1. Concept of profit	Accounting	Economic	Economic	Economic
2. Interne factoren	Relevant bij bepaling afschrijving	Rekening mee houden bij bepalen bedrijfswaarde	Gaat uit van prijs op externe markt	Kunnen relevant zijn, verwachte marktontwikkelingen intersubjectiveren/ objectiveren
3. 'Highest-and-best use'	N.v.t.	Nee, afhankelijk van bedoeling management	Ja	Business plan management
4. Economische omstandigheden	Relevant bij bepaling afschrijving en bepaling realiseerbare waarde	Inschatting omstandigheden in economische levensduur door management	Uitgaan van omstandigheden op balansdatum	Verwachting van toekomstige (economische) ontwikkelingen relevant, zoveel mogelijk geobjectiveerd
5. Object	Vastgoedobject	Onderneming (arbitrair toedelen aan activa)	Vastgoedobject (of samenstel van objecten)	Vastgoedobject (of samenstel van objecten)
6. Bepalen vermogenskostenvoet	N.v.t	Aan de hand van IRR	Indien <i>income approach</i> : wat vraagt de markt op dat moment (referenties)	Aan de hand van de verwachtingen over de economische omstandigheden (scenario-analyse)
7. Vermelding in balans	Ja	Ja indien hoger dan de directe opbrengstwaarde (impairment)	Ja	Nee

Tabel 6 Vergelijking historische kostprijs, bedrijfswaarde, fair value en bestendige economische waarde

7. Uitwerking onderzoeksofzet en onderzoeksveronderstellingen

7.1. Inleiding

Allereerst wordt in dit hoofdstuk de methodologie van de expertinterviews beschreven. Dat wordt opgevolgd met een inleiding op de vier onderzoeksveronderstellingen. In hoofdstuk 8 staat de uitwerking van de veronderstellingen centraal en wordt aangegeven of zij al dan niet aannemelijk zijn gemaakt.

7.2. Methodologie

Het onderzoek dat centraal staat in deze scriptie heeft een verkennend karakter (Baarda, 2014). Kwalitatief onderzoek biedt immers de mogelijkheid tot exploratie van een onderwerp (Boeije, 2014). De gezichtspunten van verschillende betrokkenen zijn relevant om te komen tot de beantwoording van de vraagstelling.

Er is een selectie gemaakt van toonaangevende experts, waarmee de verschillende disciplines worden benaderd. Er is gekozen voor deze methodiek om te kunnen waarborgen dat de relevante informatie verzameld wordt. Het is belangrijk om door te vragen naar de motieven van de geïnterviewden. Om het streven naar intersubjectiviteit te vergroten is gekozen voor methodetriangulatie, waarbij ervaringen in de dataverzameling worden geprojecteerd op nieuw te verzamelen data. De expertmeeting die plaatsvindt aan het einde van het onderzoek vormt hiervan het sluitstuk. De doelstelling van dit onderzoek is het starten van een discussie over theorievorming en die discussie van een goed fundament voorzien. De gekozen onderzoeksmethode past daarbij.

Aangezien verschillende relevante disciplines geïnterviewd zijn, kunnen de resultaten in zekere mate geëxtrapoleerd worden. Desalniettemin moet gewezen worden op het ideografisch karakter van de interviews. Er is sprake van semi-gestructureerde interviews. Aan de hand van vier onderzoeksveronderstellingen zijn de interviews gepland. Om structuur aan de interviews te geven, zijn de onderzoeksveronderstellingen nader geduid met vragen. Vanwege het verkennende karakter van het onderwerp wordt in de interviews ook ruimte gelaten voor eigen inbreng van de geïnterviewden.

In de expertsessie waarmee het praktijkonderzoek wordt afgesloten, zullen de (nieuwe) inzichten gepresenteerd worden en zal gewerkt worden aan een nadere operationalisatie van het begrip bestendige economische waarde voor vastgoedinvesteringen.

7.3. Onderzoeksveronderstellingen

Na het theoretisch onderzoek en de casestudy is een aantal onderzoeksveronderstellingen geformuleerd om de vraagstelling in dit onderzoek te kunnen beantwoorden. In deze paragraaf worden de onderzoeksveronderstellingen ingeleid. Per onderzoeksveronderstelling zijn vragen opgenomen die dienen als leidraad tijdens de interviews.

7.3.1. Onderzoeksveronderstelling 1

De verslaggevingsregels brengen met zich mee dat (directe) vastgoedinvesteringen in de jaarrekening worden gewaardeerd op historische kostprijs en de realiseerbare waarde indien die lager is, of de *fair value*. Bij de bepaling en de informatieve waarde van de *fair value* in de jaarrekening zijn in de literatuur kritische kanttekeningen geplaatst. De prijsbepaling op balansmoment zou minder

informatief zijn voor gebruikers, zeker als sprake is van een illiquide markt. Daarnaast komt de *fair value* voor vastgoedinvesteringen op een arbitraire wijze tot stand. De efficiënte markthypothese die hieraan ten grondslag ligt gaat voor deze categorie niet op. Dit in verband met bijvoorbeeld intransparantie en heterogeniteit van de markt.

Onderzoeksveronderstelling 1 luidt:

Het vermelden van de *fair value* van vastgoedinvesteringen in de balans leidt niet tot relevante informatie voor het maatschappelijk verkeer, het is slechts een hypothetische prijs op balansmoment.

- In de literatuur worden vastgoedbeleggingen vergeleken met (beursgenoteerde effecten), is de geïnterviewde het hiermee eens? Gelden dezelfde karakteristieken, kan gesproken worden over eenzelfde markt? (prijsvorming, transparantie, aanwezigheid koper)
- Is de *fair value*/ kostprijs waardering in de jaarrekening relevant? Waarom?
- Is de intentie van het management belangrijk om de relevantie van een waardebegrip te kunnen bepalen (beleggen/ handel/ businessmodel)
- Maakt het nog verschil of sprake is van beleggingsvastgoed of eigengebruiksvastgoed?
- Is de stand van de markt nog relevant? (crisis/ hoogconjunctuur)

7.3.2. Onderzoeksveronderstelling 2

Om de bestendige economische waarde te kunnen bepalen zal een inschatting van de toekomstige ontwikkelingen gemaakt moeten worden. Ondanks dat dit begrip nog niet is gedefinieerd voor vastgoedinvesteringen zijn er verschillende bronnen (EVS, *real economic value*, bepaling bedrijfswaarde) voorhanden om te komen tot een invulling van dit begrip.

Daarnaast is het belangrijk vast te stellen dat de economische waarde vanuit de *business valuation* en de bedrijfswaardebepaling altijd uitgaan van de waardebepaling van een (gehele) onderneming of kasstroomgenererende eenheid, met vervolgens een –mogelijk arbitraire- toerekening van de waarden aan de activa en passiva. Bij de bepaling van de marktwaarde daarentegen wordt één object of een samenstel van objecten gewaardeerd.

Dit leidt tot onderzoeksveronderstelling twee:

Het is mogelijk de bestendige economische waarde van één vastgoedinvestering (of portefeuille vastgoedinvesteringen) te bepalen

- In hoeverre is het mogelijk om één object op bestendige economische waarde te waarderen?
- Is het voor het bepalen van een bestendige economische waarde van een object relevant of meerdere objecten worden geëxploiteerd?
- In de literatuur wordt verdedigd dat ‘waarde’ voor ieder subject verschillend is, hoe kijkt u hier tegenaan? En hoe moet hier rekening mee worden gehouden bij de bepaling van de bestendige economische waarde? Zou dit pleiten voor grotere mate van transparantie in de jaarrekening over de tot stand gekomen waarderingen?
- Hoe zou het begrip ingevuld moeten worden?
 - o Intentie/ waardering management relevant?
 - o Bepaling cashflow? Ontwikkeling scenario’s?
 - o Bepaling disconteringsfactor?
 - o Welke beschouwingsperiode moet gehanteerd worden?
 - o Hoe kunnen subjectieve inschattingen worden geweerd? Hoe wordt het streven naar intersubjectiviteit vormgegeven?
- Wat moet worden toegelicht
 - o Transparantie relevant?

- Moeten parameters (bijvoorbeeld ontwikkeling rentestand) centraal bepaald worden? Hoe belangrijk zijn consensus parameters?

7.3.3. Onderzoeksveronderstelling 3

In EVS 2016 wordt melding gemaakt van de *value on the longer term*. Hiermee wordt bedoeld op een begrip dat de waarde op de langere termijn weergeeft. Dit begrip zou de marktwaarde niet vervangen, maar wel een belangrijke toelichting kunnen vormen op die puntschatting. De bestendige economische waarde van een vastgoedinvestering zou mogelijk relevante informatie op kunnen leveren voor financiers, investeerders en toezichthouders. Zeker als het management van de onderneming de intentie heeft de vastgoedinvestering gedurende langere tijd aan te houden, zou een dergelijke waarde relevant kunnen zijn.

Om deze aanname te toetsen, luidt onderzoeksveronderstelling drie:

De berekening van de bestendige economische waarde van vastgoedinvestering levert relevante informatie op voor het maatschappelijk verkeer.

- Welke definitie zou u geven aan de bestendige economische waarde van vastgoed?
- Hoe ziet u de relatie met marktwaarde/ bedrijfswaarde?
- Voor wie in het maatschappelijk verkeer is invulling van een dergelijk begrip relevant?
- Is deze waardering altijd relevant? Of alleen ten tijde van disruptie van de markt of bedrijf?
- Onder welke condities is het begrip relevant?

7.3.4. Onderzoeksveronderstelling 4

Als de bestendige economische waarde een relevant waardebegrip is, dat voldoende betrouwbaar (met een getrouwe weergave) bepaald kan worden, dan is het relevant te verkennen of en zo ja waar dit begrip opgenomen moet worden in de jaarrekening. De ontwikkelingen richting voorzichtigheid in het herziene *conceptual framework*, lijken niet te pleiten voor opname hiervan in de balans. Dan wordt het realisatiebeginsel geheel losgelaten. De bestendige economische waarde is immers op balansdatum niet persé te realiseren. Het literatuuronderzoek lijkt richting de toelichting te wijzen, ook bij waardering volgend het kostenmodel wordt de *fair value* bijvoorbeeld opgenomen in de toelichting. EVS pleit in dit kader voor een nadere toelichting op de getaxeerde marktwaarde, waarbij wordt toegelicht welke marktcondities afwijken van 'gemiddelde marktcondities'.

Dit leidt tot onderzoeksveronderstelling vier:

De bestendige economische waarde van vastgoedinvesteringen moet worden opgenomen in de toelichting bij de jaarrekening.

- Opname in de balans of in de toelichting of in aparte reportage?
- Wat zou de betrokkenheid van een accountant moeten zijn? Moet (aparte) verklaring worden afgegeven?
- Relatie met realisatie – en voorzichtigheidsbeginsel in de jaarrekening?
- Indien opname in balans: hoe omgaan met waardeveranderingen?

7.4. Conclusie

In deze paragraaf zijn de onderzoeksveronderstellingen uitgewerkt. De veronderstellingen en de geformuleerde vragen dienen als leidraad voor de interviews.

8. Uitwerking kwalitatief onderzoek

8.1. Inleiding

In juli 2016 zijn verschillende experts geïnterviewd om de onderzoeksveronderstellingen te toetsen. In dit hoofdstuk volgt per onderzoeksveronderstelling een uitwerking op basis van de interviews.

8.2. Geïnterviewden

- | | |
|--|--|
| - De heer Jan Vis | Valuator, adjunct professor Rotterdam School School of Management Erasmus University, voorheen lid delegatie gebruikers RJ |
| - De heer Hans Grönloh | Partner Accountancy KPMG |
| - De heer Johan Iemhoff | Corporate controller Bouwinvest |
| - De heer Henk Besem Finance | Senior Managing Director at ING Real Estate |
| - De heer Jacques Boeve | Partner-Directeur at DTZ Zadelhoff |
| - De heer Martin Hoogendoorn Rotterdam, voorheen voorzitter RJ | Hoogleraar Erasmus Universiteit |
| - Mevrouw Carolina Wielinga | CFRO/COO at FGH Bank |
| - De heer Paulus van Wetten | Strategist at Syntrus Achmea Real Estate and Finance |

8.3. Uitwerking onderzoeksveronderstellingen

Hierna volgt de uitwerking van de interviews per onderzoeksveronderstelling. Bij de uitwerking worden de volgende begrippen gehanteerd om aan te geven hoeveel personen een dergelijke (vergelijkbare mening) zijn toegedaan. Dit om de leesbaarheid van de uitwerking te vergroten.

Enkele: 1-2 personen

Sommige: 3-4 personen

Verschillende: 3-4 personen

Veel: 5-8 personen

Meerderheid: 5-8 personen

De uitwerking van de onderzoeksveronderstellingen volgt hierna geanonimiseerd, omdat bij enkele interviews een mate van vertrouwelijkheid is afgesproken. De uitwerking van de interviews kunnen bij de onderzoeker worden opgevraagd.

8.3.1. Onderzoeksveronderstelling 1

Het vermelden van de *fair value* van vastgoedinvesteringen in de balans leidt niet tot relevante informatie voor het maatschappelijk verkeer, het is slechts een hypothetische prijs op balansmoment.

Kort samengevat beoordelen geïnterviewden de onderzoeksveronderstelling als volgt:

Fair value is relevant

Belangrijk beoordelingscriterium voor het indirecte rendement

Is een wereldwijd begrepen begrip, er bestaat uniformiteit over

Wordt vereist door de regelgeving

Marktwaarde kan zeker relevant zijn voor bepaalde *business* modellen (bijv. handel)

Geeft weer wat de markt op dit moment voor het object over heeft: meer inzicht dan de historische kostprijs

Tabel 6 Relevantie fair value

Geplaatste kanttekeningen

Toelichting op de waardering te summier, hierdoor bestaat wellicht verwachtingskloof

Gaat voor vastgoedbeleggingen onvoldoende uit van het continuïteitsbeginsel in de jaarrekening

Business model komt onvoldoende tot uitdrukking in de keuze voor de waarderingsgrondslag

Er wordt steeds meer andere informatie betrokken bij het nemen van economische beslissingen: cashflow en de ingeschatte ontwikkeling daarvan en de 'mensfactor' zijn steeds relevanter

Er is meer transparantie nodig om de context omtrent referentieobjecten gedegen in kaart te kunnen brengen

Er staan meerdere waarderingsgrondslagen op de balans, optellen hiervan leidt tot schijnzekerheid en tot weinig nuttige informatie

Tabel 7 Kanttekeningen bij fair value

De geïnterviewden kijken vanuit verschillende invalshoeken naar het begrip *fair value*. Dat brengt mee dat zij het op een andere manier interpreteren. De meeste geïnterviewden vinden het begrip in beginsel relevant. Daarbij wordt vaak een nuance gemaakt of een kanttekening geplaatst. Zo vinden verschillende geïnterviewden het belangrijk de doelstelling van de jaarrekening te beschouwen, onderscheid te maken naar het soort vastgoed en de bedoeling van het management ermee.

Waar voorheen de jaarrekening werd opgesteld om verantwoording af te leggen over de toevertrouwde middelen, wordt in meer recente jaren ook waarde gehecht aan het doen van waarde-uitspraken in de jaarrekening. Voor het eerste doel (de verantwoording) geeft de historische kostprijs goed inzicht. Door de introductie van *fair value* is een hybride systeem ontstaan. Het optellen van de verschillende waardebegrippen kan leiden tot schijnzekerheid. De combinatie van de waardebegrippen in één jaarrekening leidt niet tot goed inzicht.

Afhankelijk van het soort vastgoed zou de *fair value* relevant kunnen zijn. Voor vastgoed dat onlosmakelijk met de onderneming is verbonden, bijvoorbeeld een specifiek bedrijfspand, is de *fair value* niet relevant. De bedrijfswaarde lijkt dan, ondanks de subjectiviteit, informatiever: welke waarde voegt een dergelijk object toe aan de ondernemingswaarde. Voor vastgoed dat in die zin

minder met de onderneming is verbonden en waarvoor geldt dat verkoop geen disruptie van het bedrijfsproces zou opleveren, kan een *fair value* relevanter worden geacht.

Het is belangrijk inzicht te hebben in de intentie van het management met het vastgoed, in dit kader wordt ook wel verwezen naar het *business model* van de onderneming. Als het management voornemens is het vastgoed lange termijn te exploiteren en in bijvoorbeeld een huidige (slechte) markt niet te verkopen dan is waardering op *fair value* niet relevant. Wanneer er echter met grote regelmaat gehandeld wordt in het vastgoed, dan is waardering op *fair value* veel meer op zijn plaats. Het *business model* waarnaar wordt verwezen in IFRS 9, zou bijvoorbeeld ook voor vastgoedverslaggeving geïntroduceerd kunnen worden.

De bepaling van de *fair value* is volgens een groot deel van de geïnterviewden een uitermate ingewikkelde exercitie. Allereerst is het, volgens één van de geïnterviewden, daarbij relevant waarde en prijs te scheiden: een prijs is wat je moet opofferen en een waarde geeft aan waarom je dat doet. De taxatie leidt tot een puntschatting, waarvan het de vraag is of die überhaupt wel te maken is. Deze prijs wordt altijd bepaald, ook als in een disruptieve markt bijvoorbeeld, geen kopers aanwezig zijn. Dit kan leiden tot schijnzekerheid bij het maatschappelijk verkeer. De prijs kan altijd bepaald worden. Daarbij wordt dan wel uitgegaan van de fictie dat de verkoper bereid is het object tegen dat lage bedrag te verkopen. En dat is lang niet altijd het geval.

Het is uitermate relevant te werken met goede referenties. Als recente referenties worden gehanteerd, kan de prijs aardig benaderd worden, zo stelt een geïnterviewde. Daarbij wordt door een andere geïnterviewde wel de kanttekening geplaatst dat de context van prijzen van referentieobjecten vaak niet inzichtelijk is. Dat maakt vergelijking arbitrair.

Anders dan bij beursgenoteerde effecten is geen beurskoers voorhanden. Een vergelijking daarmee gaat dan ook niet op. De efficiënte markttheorie is, voorzover die al geldt voor effecten, zeker niet van toepassing op de prijsbepaling van vastgoedinvesteringen, zo bepleiten enkele geïnterviewden. De heterogeniteit van de objecten en intransparantie van de markt zijn belangrijk genoemde redenen hiervoor. De bepaling van de *fair value* van effecten geschiedt op basis van level 1 informatie (IFRS 13), die van vastgoedinvesteringen op basis van level 3, dat heeft gevolgen voor de betrouwbaarheid.

Als de *fair value* betrouwbaarder bepaald kon worden, zou minder discussie over de toepassing van het begrip bestaan, zo is de mening van één van de geïnterviewden.

Alle geïnterviewden geven aan, dat het belangrijk is meer informatie te verschaffen over de *fair value* bepaling. De toelichtingen zoals die nu vereist zijn, lijken te summier om het maatschappelijk verkeer van de relevant geachte informatie te voorzien.

Conclusie

De veronderstelling is niet aannemelijk gemaakt. Het *fair value* begrip, kan ondanks zijn tekortkomingen, relevante informatie opleveren voor vastgoedinvesteringen. Dat geldt zeker indien het actief minder nauw met de onderneming is verbonden en het management de intentie heeft het object te verkopen. Echter voor het vastgoed dat langere termijn aangehouden wordt, lijkt bij sommige geïnterviewden meer twijfel te bestaan. Veel geïnterviewden geven aan, dat economische beslissingen vaak genomen worden, rekening houdend met andere informatie dan de marktwaarde.

8.3.2. Onderzoeksveronderstelling 2

Het is mogelijk de bestendige economische waarde van één object (of samenstel van objecten) te bepalen

Het conceptuele kader van deze scriptie wordt bij de toets van deze onderzoeksveronderstelling het meest zichtbaar. Tijdens de interviews is allereerst een mogelijke invulling van het begrip bestendige economische waarde besproken. Alle geïnterviewden zijn van mening, dat (ook) andere factoren dan bij de bepaling van de marktwaarde relevant zijn voor het nemen van economische beslissingen. De geïnterviewde personen bleken in verschillende mate ook al nagedacht te hebben over een vergelijkbaar begrip. Over hoe het begrip ingevuld moet worden en welke factoren in welke mate belangrijk zijn, bestaan verschillende meningen. Dat ligt in de lijn der verwachtingen: het begrip moet nog verder uitgekristalliseerd worden en voor verschillende groepen binnen het maatschappelijk verkeer kunnen verschillende aannames relevant zijn.

Enkele geïnterviewden vergelijken het begrip met de bedrijfswaarde, maar dan ontdaan van de 'subjectieve invloeden' en contant gemaakt tegen een langere gemiddelde disconteringsvoet. Dat zou leiden tot een waarde op langere termijn die niet zozeer de waarde van het object *binnen* de onderneming weergeeft. Anderen vinden het juist relevant ook de waarde van de context om de investering heen in kaart te brengen en te waarderen (bijvoorbeeld het management, de –belastingstructuur- etcetera.)

Ook wordt door enkele geïnterviewden opgemerkt dat een dergelijke waarde niet te objectiveren valt. Voor ieder subject (of ieder business model) kan de waarde anders zijn, dat heeft te maken met inschattingen en verwachtingen. De geïnterviewden pleiten voor het openbaar maken van belangrijke cashflows en verwachtingen zodat partijen hun eigen (beslis)waarde kunnen berekenen. Daarnaast is de 'mensfactor' groot bij het bepalen van een bestendige economische waarde. Hiermee wordt bijvoorbeeld gedoeld op de beheerder van de vastgoedinvesteringen. Deze partij kan waarde toevoegen. Die factor is niet eenvoudig in een model te gieten, en als het model gebouwd is komt de vraag op hoe lang het model geldig blijft. In tegenstelling tot wat veel economische theorieën betogen is de mens niet rationeel in zijn beslissingen.

Een enkele keer is de vergelijking gemaakt met de *mortgage lending value*. Dit begrip wordt echter beschouwd als een te voorzichtige benadering, waarbij slechts de positieve waarderingen worden afgevlakt. Een bestendige economische waarde sluit beter aan bij de realiteit, zo bepleiten enkele geïnterviewden. Zeker als het vastgoed langere termijn wordt aangehouden, is het belangrijk ook een inschatting van die langere termijn te maken. Cyclus keren uiteindelijk altijd weer terug, al is de lengte van een cyclus lastiger in te schatten. En het is goed daar expliciet over te zijn.

Feitelijk komt het neer op het inzichtelijk maken en waarderen van marktimperfections en marktinefficiënties, zo bepleit een geïnterviewde. In een efficiënte markt zitten alle verwachtingen namelijk verwerkt in de prijs. Het verschil tussen *fair value* en een dergelijk waardebegrip ontstaat door imperfections en inefficiënties. Als die uit de waardering kunnen worden gehaald dan ontstaat een waardebegrip dat meer relevant is.

Veel geïnterviewden geven aan dat het belang van transparantie over aannames, verwachtingen, input en scenario's zeer belangrijk is om het begrip nuttig te laten zijn. Daarbij wordt door enkele geïnterviewden aangegeven dat de sector mogelijk niet klaar is voor een dergelijke mate van transparantie. Overigens wordt daarbij aangegeven dat met de technologische ontwikkeling, de

komst van big data, *standard-business-reporting* en bijvoorbeeld initiatieven als Stivad, er druk komt op grotere mate van transparantie.

Met sommige geïnterviewden is gesproken over het waarderen van één vastgoedobject in tegenstelling tot een bedrijf. Zij zijn van mening dat dit mogelijk is, door een DCF op te zetten van de cashflow van een enkel object, gelijk aan hoe dat nu ook gebeurt bij het bepalen van de marktwaarde. Zij het met een andere invulling van de (geobjectiveerde) parameters. Of de rol van het business model dan voldoende tot uitdrukking wordt gebracht, daar bestaat geen duidelijkheid over. Best practices zullen dit moeten uitwijzen.

Belangrijke kanttekening die is geplaatst bij de verkenning van dit begrip: mogelijk taxeren de taxateurs in Nederland al meer rekening houdend met marktomstandigheden op langere termijn, wetende dat de waarde zich in golven beweegt, ook al wordt dat op het moment niet zo door de markt ingeschat. Door *smoothing and lagging* worden waardeinstijgingen en dalingen mogelijk al over langere termijn uitgesmeerd. Hierbij is tweemaal het voorbeeld aangehaald van de crisis. In de UK is de waardedaling direct genomen (40%). In Nederland heeft een veel langzamere, meer uitgesmeerde waardedaling plaatsgevonden. Mogelijk ligt hieraan ten grondslag dat de taxateurs hier inschatten dat 'het wel weer goed zou komen'.

Tijdens de interviews zijn verschillende parameters besproken die relevant kunnen zijn bij de invulling van het begrip. In de tabel 8 zijn zij geïnventariseerd.³⁹

Parameter	Toelichting
Cashflow uit object	<ul style="list-style-type: none"> • Gebied/ Locatie (ontwikkeling daarvan) • Gebouw: staat van onderhoud, eisen aan gebouwen op langere termijn (duurzaam/ groen) • Gebruiker: soort huurder. Verschillende beroepsgroepen reageren anders op ontwikkelingen (vergelijk ICTbedrijf/ overheid) • Business model/ management. Hoe analyseer/ waardeer je management? • Genoemde factoren hebben belangrijke invloed op de waardering van bijvoorbeeld leegstand en mogelijke incentives
Ontwikkeling in marktbevingen (rente/ inflatie)	<ul style="list-style-type: none"> • Enkele pleiten voor het hanteren van zoveel mogelijk 'consensusfactoren' (bijv. door hanteren inschattingen van gerenommeerde instituten) • Huidige rentevoet • Ultimate forward rate • Gemiddelde rente van afgelopen jaren

³⁹ De parameters zijn tijdens de opeenvolgende interviews verzameld, het is daarom niet mogelijk aan te geven hoeveel geïnterviewden dit relevant vinden. Deze parameters zijn in de expertsessie (hoofdstuk 9) onderwerp van bespreking.

Termijn/ beschouwingsperiode

- Kan naar alle waarschijnlijkheid geen consensus over worden bereikt, ivm de subjectivistische inschatting van iedere (groep) individu(en).
- Termijnen van 7-30 jaar worden genoemd

Tabel 8 Invulling parameters bestendige economische waarde

Conclusie

In de lijn met de verwachtingen leverde deze onderzoeksveronderstelling veel discussie op. Geïnterviewden zijn het erover eens dat het relevant is andere factoren mee te wegen in de waardering. Niet alleen de huidige marktomstandigheden zijn relevant bij het nemen van een beslissing. Over de wijze waarop een dergelijk begrip ingevuld zou kunnen worden lijkt op basis van de interviews geen eenduidige conclusie te trekken. Gezien het feit dat een dergelijk waardebegrip nog uitgekristalliseerd moet worden is dat niet vreemd. Toelichting op een dergelijke waardering zal onontbeerlijk zijn zo bepleiten alle geïnterviewden.

De onderzoeksveronderstelling lijkt (deels) aannemelijk te zijn gemaakt. De precieze invulling staat daarmee nog niet vast. Aan de hand van de gegeven input in de interviews zal in de expertsessie worden onderzocht of daaraan wellicht meer duiding gegeven kan worden.

8.3.3. Onderzoeksveronderstelling 3**De bepaling van de bestendige economische waarde van vastgoedinvestering levert relevante informatie op voor het maatschappelijk verkeer.**

Over de exacte invulling van het begrip bestendige economische waarde bestaat nog veel onduidelijkheid.

In beginsel zijn de geïnterviewden het over deze onderzoeksveronderstelling eens: een dergelijk begrip zou (binnen de eigen invulling die daar door geïnterviewden aan gegeven is) zeker relevante informatie op kunnen leveren. Het levert een andere blik op risico's en kansen in de toekomst. Daar zouden economische beslissingen op gebaseerd kunnen worden. De exacte invulling van het begrip zal de werkelijke toegevoegde waarde bepalen, maar een groot deel van de geïnterviewden voelt voor nadere uitwerking hiervan. Het begrip zou naast de marktwaarde kunnen bestaan, het kan dat begrip niet vervangen. Al is het maar omdat *fair value* wordt vereist volgens IFRS. Ongeacht dit gegeven bepleiten sommige geïnterviewden het naast elkaar laten bestaan van de begrippen, om beslissingen zo beter te kunnen onderbouwen. Een heldere definitie en duidelijke toelichting op het begrip en de invulling van de gekozen parameters is dan uitermate belangrijk.

Volgens een geïnterviewde zijn toonaangevende instituten zeer geïnteresseerd in een dergelijk begrip. De SNS casus is een goed voorbeeld van de relevantie van het begrip. Een dergelijke exercitie gebaseerd op een economische waarde met een dusdanige grote maatschappelijke impact heeft het begrip in een keer op de kaart gezet.

Waar voorheen marktwaarde een goede indicator leek, zijn nu zaken als cashflow, (asset)management en verwachtingen over de markt veel relevanter geworden bij het nemen van economische beslissingen. Daarnaast sluit een dergelijk begrip beter aan bij de continuïteitsveronderstelling van de jaarrekening zo bepleiten enkele geïnterviewden.

Kanttekeningen worden ook geplaatst: het valt of staat met de mate van toelichting op een dergelijk begrip. Nog meer dan bij de bepaling van de marktwaarde is toelichtingen op de uitgangspunten relevant. Omdat gewerkt wordt met een inschatting van de toekomst (die afwijkt van de huidige marktcondities), zal daar expliciet aandacht aan moeten worden besteed. Een gevoeligheidsanalyse is relevant om te laten zien in welke mate de waarde verandert als de input wordt aangepast.

Daarnaast wordt benoemd dat de beweging in de markt juist de andere kant op is. Voorzichtigheid wordt steeds belangrijker. Dit beginsel is weer opgenomen in het *conceptual framework* en pensioenfondsen moeten de waardering van hun verplichtingen op de actuele marktrente bepalen (in plaats van een gemiddelde marktrente).

Eén van de geïnterviewde pleit voor de uitwerking van een ‘aandeelhoudersconvenant’. In dit convenant maakt de ondernemingsleiding afspraken met de aandeelhouders en belangrijkste financiers over het business model en het te behalen rendement op het ingebrachte vermogen. Periodiek wordt dan gecommuniceerd of het te behalen rendement nog steeds realistisch is. Zo niet dan moet worden toegelicht waarom het verwachte rendement niet meer behaald zal worden. Deze werkwijze sluit aan bij het idee dat waarde subjectafhankelijk is.

Enkele geïnterviewden pleiten voor het weer waarderen op historische kosten. Dat sluit dan het beste aan bij de doelstelling van de jaarrekening (om verantwoording af te leggen). Om de gebruiker van de jaarrekening ook in staat te stellen economische beslissingen te nemen, zal de (ingeschatte) kasstroom van de objecten toegelicht moeten worden.

Conclusie

Economische beslissingen worden in meerdere mate gebaseerd op andere factoren dan de marktwaarde. Het bestendige economisch waardebegrip zou hier, mits goed toegelicht, wellicht invulling aan kunnen geven. Het is daarnaast belangrijk dat het blijft bestaan naast de marktwaarde, één van de geïnterviewden ziet het als de invulling van de *fair value*.

De onderzoeksveronderstelling heeft niet aan kracht ingeboet, maar alvorens de veronderstelling aan te nemen zal het begrip nader uitgekristalliseerd moeten worden.

8.3.4. *Onderzoeksveronderstelling 4*

De bestendige economische waarde van vastgoedinvesteringen moet worden opgenomen in de toelichting bij de jaarrekening.

Slechts één van de geïnterviewden vindt het in het conceptuele denkkader passen om het begrip op te nemen in de balans: als het begrip wordt beschouwd als een invulling van *fair value*, dan past daarbij opname in de balans. In de toelichting op de jaarrekening moet vervolgens uitgebreid worden ingegaan op de aannames en uitgangspunten die gehanteerd zijn bij het bepalen van de waarde. Daarbij moet worden bedacht dat dit niet de waarde hoeft te zijn die het object over een bepaalde beschouwingsperiode heeft, maar dat het op balansmoment een goede inschatting is van die waarde.

Veel geïnterviewden pleiten ervoor het begrip niet op te nemen in de balans van de jaarrekening. Het zou mogelijk zijn het begrip op te nemen in de toelichting of in een apart verantwoordingsstuk. De jaarrekening zou mogelijk te laat uitkomen om nog te kunnen spreken over een relevante rapportage.

Gelijk aan de *fair value* toelichting op het kostenmodel, kan ook de bestendige economische waarde worden toegelicht, zo menen enkele geïnterviewden. Het is dan belangrijk met gevoeligheidsanalyses de invloed van parameters te laten zien. Ook het aandeelhoudersconvenant, zoals hiervoor al toegelicht, werd genoemd als aanknopingspunt om hierover te rapporteren.

Conclusie

Geïnterviewden zijn qua mening verdeeld over deze onderzoeksveronderstelling. Bijna alle geïnterviewden menen, dat een dergelijk begrip niet thuishoort op de balans en beter opgenomen zou kunnen worden in de toelichting bij de jaarrekening of een apart verantwoordingsstuk. Dat laatste vanwege de vertraging in de openbaarmaking van de jaarrekening.

8.4. Terugblik interviews

In dit hoofdstuk is verslag gedaan van de bevindingen uit de gehouden interviews.

Uit de interviews is gebleken dat er, afhankelijk van het gebruik van het vastgoed en de intentie van het management, een grote belangstelling is voor het begrip bestendige economische waarde en het operationaliseren ervan. De geïnterviewde personen bleken in verschillende mate ook al nagedacht te hebben over vergelijkbare thematiek en vraagstellingen.

Het is belangrijk dat dit begrip nader wordt gedefinieerd, toegelicht en dat de relevante parameters zoveel mogelijk worden toegelicht alvorens gesproken kan worden van een relevant waardebegrip. Een eerste aanzet daartoe wordt gegeven in de expertsessie die in het volgende hoofdstuk wordt besproken. Uit de interviews zijn aanknopingspunten gekomen om een start te maken met de operationalisatie van het begrip.

Door het houden van interviews is beter inzicht verkregen in de meningen en overwegingen van de geïnterviewden dan wanneer data via vragenlijsten verzameld zou zijn. Het was nu goed mogelijk dieper in te gaan op bepaalde onderzoeksveronderstelling of juist niet verder uit te vragen, in verband met het aandachtsgebied van de expert. De geïnterviewden waren zeer open over hun overwegingen. Dat is een belangrijk gegeven voor een vakgebied dat volop in ontwikkeling is.

9. Verslag expertsessie

9.1. Inleiding

In dit hoofdstuk staan de bevindingen uit de expertsessie centraal. In paragraaf twee wordt de keuze voor een expertsessie nader toegelicht en paragraaf drie beschrijft de conclusies uit de sessie. De expertsessie heeft plaatsgevonden in september 2016.

9.2. Keuze voor een expertsessie

Een cyclische werkwijze van dataverzameling- en analyse kan leiden tot theorieontwikkeling (Boeije, 2014). Na het literatuuronderzoek, de casestudy en de interviews is een evaluerende expertsessie belegd. Tijdens de interviews is opvolgend informatie verzameld. Het is daarom goed tijdens een bijeenkomst met meerdere deskundigen de verzamelde informatie terug te koppelen en daar reflectie op te vragen.

In de expertsessie stond het bestendige economisch waardebegrip voor vastgoedinvesteringen centraal. Deze focus is aangelegd om een start te maken met het operationaliseren van het begrip.⁴⁰ Getracht is te komen tot een (werk)definitie van het begrip en te verkennen welke input relevant is. De experts zijn ingelicht over de doelstelling van de scriptie, de vraagstelling en de reeds verzamelde informatie in het onderzoek. Bij de expertsessie waren de heren Jacques Boeve MSc MRE FRICS RT, dr. Jan Vis MBA CMC RV FRICS en prof. dr. Tom Berkhout MRE MRICS aanwezig.⁴¹

9.3. Conclusies uit de expertsessie

Aan de hand van de verzamelde informatie uit de literatuur en interviews en de input van de experts is de volgende (werk)definitie van het begrip bestendige economische waarde voor vastgoedinvesteringen tot stand gekomen. De vetgedrukte delen van de definitie worden nader toegelicht.

*'De waarde van **vastgoed op een waarderingsmoment**, uitgaande van de **positie** van een **beschouwend subject**, gebaseerd op te **verwachten vrije geldstromen** en te **verwachten marktontwikkelingen en risico's**, waarbij wordt **geabstraheerd van de huidige prijsvorming**'*

... vastgoed....

Onder vastgoed moet worden verstaan: onroerende zaken en de daarop betrekking hebbende zakelijke rechten. Onder deze definitie valt ook een vastgoedportefeuille.

...een waarderingsmoment...

Hiermee wordt tot uitdrukking gebracht dat de bestendige economische waarde niet alleen hoeft te zien op t_0 , (contant gemaakte vrije geldstromen), maar ook op een geprognosticeerde waarde op ieder moment in de toekomst ($t+x$).

⁴⁰ Gezien de doelstelling van dit onderzoek behoorde tot de verwachtingen dat op meerdere delen van dit onderwerp een nadere studie kan plaatsvinden. In hoofdstuk 10 wordt aandacht besteed aan mogelijk vervolgonderzoek.

⁴¹ De heer Boeve is partner-directeur bij DTZ Zadelhoff, de heer Vis is business valuator en de heer Berkhout is professor vastgoed aan Nyenrode Business Universiteit

Met 'een waarderingsmoment' wordt ook aangegeven dat het relevant is een tijdstip te kiezen voor het moment van waarderen. Immers de verwachtingen op dat moment zijn doorslaggevend voor de waardering. Door een bestendige economische waarde te berekenen op het gekozen waarderingsmoment, is het tevens mogelijk de economische waarde voor toekomstige jaren (de momenten $t+x$) inzichtelijk te maken. Dat biedt beslissers extra inzicht over de geprognosticeerde waardeontwikkeling.

...positie van een beschouwend subject...

Een waarde is afhankelijk van de positie en situatie van het subject dat de waardering opstelt. Wanneer een ondernemer met de jaarrekening informatie wil verschaffen over zijn vastgoedinvesteringen zullen de positie en situatie van de onderneming doorslaggevend zijn bij het opstellen van de waarde. Andere partijen (bijvoorbeeld financiers, beleggers of potentiële kopers van het vastgoed) die een bestendige economische waarde willen berekenen, kunnen mogelijk tot een andere waarde komen. Dat is afhankelijk van hun positie en situatie.

Het is dan ook aan het beschouwend subject een beschouwingsperiode te kiezen waarover een waarde wordt bepaald. De keuze van de termijn waarover een bestendige economische waarde wordt bepaald, lijkt minder relevant door het feit dat tevens een eindwaarde (*terminal value*)⁴² berekend moet worden. Afhankelijk van de gekozen termijn zal de eindwaarde variëren.

...te verwachten...

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

...vrije geldstromen...

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

...marktontwikkelingen en risico's...

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

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

⁴² Bij business valuation wordt, zodra een stabiele situatie is bereikt, de contante waarde van alle toekomstige geldstromen bepaald.

... geabstraheerd van de huidige prijsvorming ...

Bij de bepaling van de marktwaarde wordt een prijs bepaald die onder huidige marktcondities tot stand kan komen, daarbij wordt uitgegaan van de een bereidwillige koper en verkoper. Het principe van vraag en aanbod is relevant.

De bestendige economische waarde wordt gaat niet uit van dit principe. Het gaat juist *niet* om de prijs die nú op de markt verkregen kan worden, maar om een waarde op langere termijn.

Methodiek

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

9.4. Terugblik expertsessie

De expertsessie is als zeer nuttig ervaren door de onderzoeker. Doordat drie ervaren professionals met elkaar over het onderwerp spraken, werd het mogelijk een werkdefinitie op te stellen en deze nader te duiden. Tevens werd duidelijk dat het goed is dat wordt gesproken over dit onderwerp als aanvulling op de marktwaarde en de bedrijfswaarde. Dit onderwerp verdient dan ook nog vervolgstudie (zie ook par. 10.5).

10. Conclusie

10.1. Inleiding

In dit hoofdstuk wordt de conclusie van het onderzoek beschreven. Allereerst wordt de hoofdvraag beantwoord. Vervolgens worden de deelvragen, zoals geformuleerd in hoofdstuk 1, beantwoord. Dit hoofdstuk sluit af met aanbevelingen en ideeën over mogelijk vervolgonderzoek.

10.2. Beantwoording hoofdvraag

Onder welke condities draagt de vermelding van de 'bestendige economische waarde' van vastgoedinvesteringen bij aan een meer relevante jaarrekening?

Dit begrip zou goed kunnen bestaan naast de marktwaarde (en de bedrijfswaarde) en heeft een informatieve functie voor gebruikers van de jaarrekening. De vermelding van de bestendige economische waarde voor vastgoedinvesteringen is relevant als dit waardebegrip (verder) geoperationaliseerd wordt. De waardering en de gehanteerde parameters moeten adequaat worden toegelicht in de jaarrekening.

Transparantie over de gepresenteerde parameters, de ontwikkeling daarin en de gevoeligheid daarvan zijn essentieel om het begrip begrijpelijk en relevant te maken voor de gebruiker. Het 'maatschappelijk verkeer' kent verschillende, en soms tegengestelde belangen en kent andere verwachtingen over ontwikkelingen en risico's. De verwachting van de geldstromen, marktontwikkeling en risico's zouden moeten worden opgenomen in de toelichting op de jaarrekening en (net zoals de marktwaarde) tot stand moeten komen met behulp van een deskundige. Een dergelijke toelichting lijkt vooral relevant indien de onderneming de bedoeling heeft het vastgoed langere tijd aan te houden.

Het antwoord op de vraagstelling wordt hierna toegelicht.

De jaarrekening kent een verantwoordings- en een beslisfunctie. Aan verschillende doelstellingen wordt met verschillende waardebegrippen invulling gegeven. Binnen de verantwoordingsfunctie staat het historische kostprijs begrip centraal. Met de marktwaarde wordt getracht een meer informatieve jaarrekening op te stellen die bijdraagt aan de beslisfunctie.

Echter gebruikers van de jaarrekening baseren hun economische beslissingen ook op andere factoren dan de gepresenteerde *fair value* of historische kostprijs. Er wordt meer belang gehecht aan de continuïteitsveronderstelling van de jaarrekening (terwijl de marktwaarde een -irrelevante- prijs op balansmoment weergeeft), de waarde van de context van het vastgoedobject (management, business plannen e.d.) en de inschattingen van toekomstige ontwikkelingen. De marktwaarde lijkt onvoldoende aanknopingspunten te bieden om daar inzicht in te geven.

In deze scriptie is verkend of behoefte bestaat aan (ondersteuning van) een ander waardebegrip. Daar lijkt sprake van. De bestendige economische waarde zou invulling kunnen geven aan de benoemde wensen van de gebruikers. Een eenduidige definitie van het begrip 'bestendige economische waarde' is nog niet voorhanden, in deze scriptie is gewerkt met de volgende werkdefinitie:

‘De waarde van vastgoed op een waarderingsmoment, uitgaande van de positie van een beschouwend subject, gebaseerd op te verwachten vrije geldstromen en te verwachten marktontwikkelingen en risico's, waarbij wordt geabstraheerd van de huidige prijsvorming’

De prijsvorming op de huidige markt is niet relevant. Het gaat om de waardering van het beschouwend subject. Voor de jaarrekening zal dat de ondernemer zijn. Juist het business model van de onderneming is relevant bij het opstellen van een bestendige economische waarde. Het begrip bestendige economische waarde kent ook een breder toepassingsbereik. Bijvoorbeeld financiers hebben aangegeven interesse te hebben in een dergelijk begrip om een financieringsaanvraag te beoordelen.

Alvorens dit waardebegrip een breder toepassingsbereik kent, zal operationalisatie moeten plaatsvinden. De operationalisatie van dit begrip vraagt nader onderzoek en discussie. In deze scriptie is daarvoor het fundament gelegd. De elementen van de werkdefinitie zoals toegelicht in hoofdstuk 9 kunnen als uitgangspunt genomen worden voor verder onderzoek en discussie.

Als dit waardebegrip verder ontwikkeld is, dan kan vermelding van een waarde plaatsvinden in de toelichting op de jaarrekening.

10.3. Beantwoording deelvragen

Om een antwoord te kunnen formuleren op de vraagstelling zijn deelvragen geformuleerd. De deelvragen worden hierna beantwoord op basis van het literatuur- en praktijkonderzoek.

Wat is de doelstelling van een jaarrekening en wanneer is deze als informatief te beschouwen? Wat is de rol van relevantie en betrouwbaarheid hierin?

De doelstelling van de jaarrekening is een grote reeks van gebruikers nuttige informatie te verschaffen bij het nemen van economische beslissingen. Daarnaast legt het bestuur met de jaarrekening verantwoording af over het gevoerde beleid. De jaarrekening bevat zowel beslisinformatie als verantwoordingsinformatie.

De jaarrekening wordt als informatief beschouwd als deze een getrouw beeld van de werkelijkheid geeft en de informatie voldoet aan de kenmerken zoals gedefinieerd in het stramien. Hiermee zou de gebruiker dan informatie in handen hebben op basis waarvan (gefundeerde) economische beslissingen genomen kunnen worden. In het stramien van de RJ wordt een tweetal belangrijke kenmerken benoemd waar informatie aan moet voldoen: relevantie en betrouwbaarheid. Als economische beslissingen worden beïnvloed door informatie, dan is sprake van relevante informatie. In de nieuwe versie van het *conceptual framework* wordt expliciet benoemd dat schattingen onontkoombaar zijn en niet afdoen aan de relevantie van de informatie indien zij goed zijn onderbouwd en worden toegelicht. Met betrouwbaarheid wordt bedoeld dat de informatie getrouw weergeeft wat zij voorgeeft weer te geven.

Volgens de regels in het burgerlijk wetboek moet een jaarrekening worden opgesteld volgens de normen die in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd. Deze normen zijn neergelegd in de RJ en de IFRS. Daarin vindt een uitwerking plaats voor de verschillende activa en passiva.

Hoe zijn de huidige verslaggevingsregels voor vastgoedinvesteringen vormgegeven? En in welke mate wordt dat kader als informatief beschouwd?

Met vastgoedinvesteringen worden zowel vastgoedbeleggingen als eigen gebruiksvastgoed bedoeld. Voor beide soorten vastgoedinvesteringen zijn aparte richtlijnen / standards van toepassing. Vastgoedbeleggingen (RJ 213 of IAS 40) dienen gewaardeerd te worden op de *fair value* of historische kostprijs minus afschrijvingen. Voor het eigengebruiksvastgoed (RJ 212 of IAS 16) geldt dat gewaardeerd wordt op actuele waarde of historische kostprijs minus afschrijvingen.

De historische kostprijs kan betrouwbaar worden vastgesteld, maar levert minder relevante informatie op. Voor *fair value* geldt dat deze waarde mogelijk meer relevante informatie oplevert, maar dat de betrouwbaarheid lager is. *Fair value* wordt bepaald via IFRS 13. Het doel van de *fair value* bepaling is daarin opgenomen:

'to estimate the price at which an orderly transaction to sell the asset would take place between market participants at the measurement date under current market conditions'.

Uit de definitie blijkt dat de *fair value* feitelijk de vaststelling is van een (hypothetische) prijs onder huidige marktcondities. Om die prijs te bepalen wordt in IFRS 13 gewerkt met een verplichte hiërarchie van informatie. Het meest betrouwbaar zijn vastgestelde prijzen in actieve markten (niveau 1). Voor vastgoed wordt vaak gewerkt met niveau 3 input: *unobservable inputs*. Dat heeft gevolgen voor de betrouwbaarheid van de (hypothetische) vaststelling van de prijs. Tegen de relevantie van *fair value* voor vastgoedinvesteringen is in het praktijkonderzoek genuanceerd aangekeken. Het gebruik in de onderneming en de intentie van het management met het betreffende vastgoed worden als onderscheidende criteria aangemerkt om de relevantie van dit waardebegrip te beoordelen. Indien het management de bedoeling heeft te handelen met het vastgoed, of het vastgoed reeds is aangemerkt om verkocht te worden, dan zou *fair value* een relevante waarderingsmaatstaf kunnen zijn. Als de bedoeling echter is het object langere tijd aan te houden, of als bijvoorbeeld sprake is van eigen gebruiksvastgoed dat nauw is verbonden aan de onderneming, dan leidt waardering tegen *fair value* tot minder relevante informatie.

Welke kanttekeningen worden in de literatuur geplaatst bij het huidige verslaggevingskader voor vastgoedinvesteringen?

Het is belangrijk prijzen en waarden te onderscheiden. Een prijs is geen waarde. Een waarde is subjectief, voor ieder individu kan de waarde verschillend zijn. Het valt te betwisten of een hypothetische prijs op balansmoment dan informatief is. Zeker ook omdat de efficiënte markthypothese niet opgaat voor (directe) vastgoedinvesteringen. Ter Hoeven benoemt dimensies die relevant zijn voor de waarderingskeuze voor een actief: aard van het actief (waarbij het overigens de vraag is of de literatuur de vastgoedbelegging goed kwalificeert) en de intentie van het management. Bij het praktijkonderzoek werd ook aan de hand van het business model onderscheid gemaakt naar de mate van relevantie van een waardebegrip.

Het hanteren van *fair value* als waarderingsmaatstaf is niet onomstreden. Het gemis aan een actieve markt, met homogene goederen die frequent worden verhandeld en daarnaast de intentie van het management om dergelijke objecten lange tijd aan te houden werden als nadelen genoemd ten tijde van de introductie van het waardebegrip voor vastgoedinvesteringen. Daarom mogen vastgoedbeleggingen ook nog steeds op historische kostprijs gewaardeerd worden. Dat waardebegrip wordt echter gezien als een waardebegrip dat minder relevante informatie oplevert. Pas als sprake is van een duurzame waardevermindering wordt de bedrijfswaarde relevant. Deze waarde wordt echter opgevat als té subjectief. De waarde wordt bepaald door de waarde van de

gehele onderneming te berekenen en deze vervolgens (op arbitraire wijze) toe te rekenen aan de activa en passiva.

Daarnaast werd duidelijk dat de beperkte toelichting in de jaarrekening momenteel niet afdoende lijkt om economische beslissingen op te baseren.

Wat houdt het begrip bestendige economische waarde in en hoe is het te operationaliseren? Welke begrippen kunnen hierbij als input dienen?

In deze scriptie is de volgende werkdefinitie gehanteerd:

'De waarde van vastgoed op een waarderingsmoment, uitgaande van de positie van een beschouwend subject, gebaseerd op te verwachten vrije geldstromen en te verwachten marktontwikkelingen en risico's, waarbij wordt geabstraheerd van de huidige prijsvorming'

Gebaseerd op het literatuuronderzoek en de SNS casus (de *real economic value*) zijn de elementen die belangrijk lijken, samengevoegd in een werkdefinitie. Het praktijkonderzoek heeft aangetoond dat behoefte bestaat aan een dergelijk begrip. Een eenduidige invulling van het begrip is echter nog niet voorhanden. Met de gehanteerde werkdefinitie wordt duidelijk gemaakt, dat:

- Een waarderingsmoment belangrijk is, dat moment kan t_0 zijn, maar ook ieder moment in de toekomst;
- Het beschouwend subject van doorslaggevende betekenis is, om een waarde te bepalen moet de situatie en positie van het beschouwend subject bekend zijn;
- Het gaat om te verwachten (vrije) geldstromen, marktontwikkelingen en risico's. De verwachtingen moeten causaliteit kennen. Mede vanwege de karakteristieken van de vastgoedmarkt is het mogelijk en essentieel te streven naar de toepassing van objectieve criteria om de waardering zoveel mogelijk te objectiveren. Het onderscheidt zich hiermee van de bedrijfswaarde;
- De prijsvorming op de huidige markt niet relevant is. De verwachtingen over de ontwikkelingen zijn belangrijk. Hiermee onderscheidt het begrip zich van de marktwaarde, waarin wordt uitgegaan van de huidige prijsvorming.

De relevantie van een dergelijk begrip valt of staat met een toelichting op de uitgangspunten. Omdat wordt afgeweken van de prijsvorming op de huidige markt is het uitermate belangrijk de verwachtingen toe te lichten en met gevoeligheidsanalyses te laten zien welke invloed de inschattingen hebben. In het praktijkonderzoek zijn verschillende invalshoeken belicht en parameters benoemd.

10.4. Reflectie

Het verkennende karakter van deze scriptie is op vele momenten van het onderzoek naar voren gekomen. Reeds bij de literatuurstudie, en in meerdere mate tijdens de interviews. Doordat de interviews opvolgend zijn gehouden, was het niet mogelijk nieuwe informatie terug te koppelen aan eerder geïnterviewden. De expertsessie die volgde op de interviews, was mede daarom relevant: met behulp van de verkregen informatie in de interviews konden de experts bevestigd worden.

Het begrip kent nog geen brede bekendheid. Er is daarom gekozen voor het houden van interviews zodat doorgevraagd en toegelicht kon worden. Als dit begrip bredere bekendheid geniet, dan leent ook een enquête zich goed om onderzoek te doen naar de relevantie hiervan in de jaarrekening. Er kan dan worden vastgesteld of sprake is van significante relevantie. Het

maatschappelijk verkeer is een grote groep, in dit onderzoek is getracht om met individuen uit de verschillende groepen te spreken. De resultaten kunnen daardoor slechts in zekere mate geëxtrapoleerd worden. De onderzoeksveronderstellingen zijn slechts aannemelijk of niet aannemelijk gemaakt. Een enquête biedt op dit vlak wellicht meer betrouwbaarheid.

Als waarderingen gaan plaatsvinden op basis van de bestendige economische waarde kunnen meerdere casestudy's naast elkaar worden gezet. De onderzoeker heeft nu slechts kennis kunnen nemen van één waardering. Met behulp van meerdere casestudy's kan dan via kwantitatief onderzoek onderzocht worden of de verschillen tussen de marktwaarde, bedrijfswaarde en bestendige economische waarde significant zijn. En welke oorzaken hieraan ten grondslag liggen. Daar bestond nu niet de mogelijkheid toe. Een dergelijke exercitie geeft meer inzicht in de relevantie van de bestendige economische waarde voor de jaarrekening.

10.5. Aanbevelingen en mogelijk vervolgonderzoek

Waarderingen en verslaggeven zijn beide vakgebieden in beweging. Nieuwe (externe) ontwikkelingen zorgen voor veranderingen in beide domeinen. Het economisch waarderen van vastgoed lijkt een nieuwe loot aan de stam, die verder tot bloei kan komen. Dat zal pas het geval zijn als partijen in (en buiten) de sector met elkaar de discussie aangaan over het begrip. Een eerste aanzet is daartoe gegeven met de expertsessie. Ook wordt reeds nagedacht over opleidingen op dit gebied. Gedegen opleidingen kunnen dit vakgebied verder helpen.

Het ontwikkelen van best practices op dit gebied zou een positieve impuls kunnen opleveren voor discussies over geobjectiverde parameters, het meten van de waarde van business modellen en transparantie over de waarderingmethode en de gehanteerde data.

Het betreft niet direct het onderwerp van dit onderzoek, maar uit het onderzoek lijken ook aanbevelingen voor de jaarverslaggeving te volgen. De tweeledige doelstelling van de jaarrekening en de keuze in waarderingbegrippen leidt tot verwarringen. Het lijkt goed dat een duidelijke richting wordt gekozen voor de doelstelling van de jaarrekening. Staat het beslissen of het verantwoord voorop? Daarnaast zou ook de toepasbaarheid van het *fair value* begrip voor vastgoedwaarderingen verder onderzocht moeten worden. De aannames die aan de *fair value* waardering ten grondslag liggen, lijken voor vastgoedinvesteringen niet ingevuld.

Vervolgonderzoek naar de bestendige economische waarde is essentieel, om het begrip verder te operationaliseren en te onderzoeken welke implicaties het kan hebben. Ook in de interviews is daarover gesproken. Zo zouden bijvoorbeeld de hierna genoemde onderzoeksvragen als basis kunnen dienen.

- In welke mate is de werkdefinitie zoals gehanteerd in deze scriptie aanvaardbaar voor het maatschappelijk verkeer en hoe zou de definitie verder aangescherpt kunnen worden?
- In welke mate leiden de waarderingen op marktwaarde, bestendige economische waarde en bedrijfswaarde tot andere resultaten en wat is hiervan de oorzaak?
- In welke mate is de bestendige economische waarde relevant voor de verschillende groepen binnen het maatschappelijk verkeer?
- Welke relevantie heeft het begrip bestendige economische waarde voor een vastgoedfinancier? Welke uitgangspunten zijn daarbij relevant?
- In hoeverre kan met de bepaling van een bestendige economische waarde invulling worden gegeven aan het begrip 'duurzaamheid', dat bepalend is alvorens tot (fiscale) afwaardering kan worden overgegaan?

- In welke mate is de economische waarde relevant voor analisten van vastgoedondernemingen?
- Welk toepassingsbereik kent het begrip bestendige economische waarde en welke gevolgen heeft dat voor de invulling daarvan?
- In welke mate kan met de bestendige economische waarde invulling worden gegeven aan de *sustainable value* zoals genoemd door EVS?
- In hoeverre kan het begrip bestendige economische waarde input geven aan de discussie rondom het nieuwe pensioenstelsel?

11. Literatuurlijst

- Arnhem, van P.C., e.a., *Taxatieveer Vastgoed 1*, Noordhoff uitgevers, 2013.
- ASCC, The corporate report, 1976
- Baarda, B. e.a., *Basisboek methoden en technieken*, Noordhoff Uitgevers, Groningen, 2014.
- Beattie, V., The future of corporate reporting: a review article, *Irish Accounting Review* 7(1):1-36, 2000.
- Berkhout, T.M., *Vervangingswaarde*, Kluwer, Deventer, 2004.
- Besluit Actuele Waarde, nr. 5343836, juni 2005.
- Besluit Actuele Waarde, Nota van toelichting, juni 2005
- Besluit Actuele Waarde, nr. 5343836, oktober 2015.
- Boeije, H., *Analyseren in kwalitatief onderzoek*, Boom Lemma uitgevers, Den Haag, 2014.
- Bosch, R., *Wetenschapsfilosofie voor kwalitatief onderzoek*, Boom Lemma uitgevers, Den Haag, 2012.
- Botosan, C.A. en Huffman, A.A., Decision useful asset measurement from a business valuation perspective, *Accounting Horizon*, 2015, p. 757–776.
- Brouwer, A., De invloed van het nieuwe conceptual framework op de rapportage over prestaties binnen IFRS, *Maandblad accountancy en bedrijfseconomie*, 2016.
- Boudghene, Y. en Maes, S., Relieving Banks from toxic or impaired assets: the EU state aid policy framework, *Journal of European Competition Law & Practice*, 2012.
- *Burgerlijk wetboek*, 2015.
- EG, VERORDENING (EG) Nr. 1606/2002 VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD van 19 juli 2002 betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen
- European Commission, Impaired Asset Communication, On the treatment of impaired assets in the community banking sector, Official Journal C 72, 26032009.
- EY, *Vergelijking IFRS met Nederlandse wet-en regelgeving*, 2015.
- Fama, E., Efficient capital markets: a review of theory and empirical work, *The journal of finance*, May 1970 (p.383-)
- Groeneveld, J.G., *Waarde in bedrijf*, Kluwer, 2006.
- Groeneveld, J.G., Waarde in economie en accounting, *Maandblad accountancy en bedrijfseconomie*, 2004.
- Geltner, D.M., e.a., *Commercial Real estate Analysis and investment*, 2014.
- Hilbers, P. Hilbers, De vastgoedlezing 2013, Naar een vastgoedmarkt waarop je kunt bouwen, *ASRE*, 2013.
- Hoeven, ter, R.L., *De zin en onzin van fair value in de jaarrekening: de zoektocht naar natuurlijke breuklijnen in het historische kostprijsoppervlak*, Oratie RUG, 2006.
- Hoogendoorn, M., Fiscale winstbepaling en vennootschappelijke jaarrekening: Goed koopmansgebruik en de in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar beschouwde normen, *Maandblad accountancy en bedrijfseconomie*, 2000.
- Hoogendoorn, M., Algemene beginselen en het conceptual framework, *Maandblad accountancy en bedrijfseconomie*, 2016.

- International Accountancy Standard Board, *IFRS 13 Fair value measurement: project summary and feedback statement*, 2011.
- International Accountancy Standard Board, *International Financial Reporting Standards*, 2015.
- International Accountancy Standard Board, *Exposure draft Conceptual Framework for Financial Reporting (ED 2015/4)*, 2015.
- Kalkman, S., *Waardering op marktwaarde ligt helemaal niet zo voor de hand*, *De accountant*, 2015.
- Kamerstukken II, 2012/2013, 33.532 nr. 1 Nationalisatie SNS REAAL
- Kamerstukken II, 2012/2013, 33532, nr. 23 Nationalisatie SNS REAAL
- Kamerstukken II, 2013/2014, 33532, nr. 49 Nationalisatie SNS REAAL
- Kamerstukken II, 2015/2016, 33532, nr. 60 Nationalisatie SNS REAAL
- Koller, T., Goedhart, M. en Wessels, D., *Valuation, measuring and managing the value of companies*, New Jersey, 2005.
- KPMG, *IFRS compared to Dutch GAAP An overview*, 2014
- Ots, H.J., *Externe verslaggeving*, Pearson Education Benelux, 2004.
- Raad voor de jaarverslaggeving, *Richtlijnen voor de jaarverslaggeving*, 2015.
- Scott, W.R., *Financial accounting theory*, University of Waterloo, 2006.
- Searfoss, G. en Weiss, J.F., *Current value reporting for real estate*, *Journal of accountancy*, 1990.
- Tegova, *Blue Book 2016, European Valuation Standards*, Gillis, 2016.
- Verschuren, P. en Doorewaard, H., *Het ontwerpen van een onderzoek*, Boom Lemma, 2007.
- Vis, J., *Werken met waarde*, Kluwer, 2006.
- Zanden, van der, P., *Fair value ten onrechte ultieme waarderingsgrondslag in accounting*, *De Accountant*, 2012.

Websites

www.nirv.nl

www.accountant.nl

www.kluwer.nl

Bijlage 1 Samenvatting jaarverslaggeving vastgoedinvesteringen

Verslaggeving volgens Nederlandse wet

In Boek 2, titel 9 van het Burgerlijk Wetboek zijn de verslaggevingseisen te vinden die de Nederlandse wet stelt aan ondernemingen. Onder de materiele vaste activa worden separaat opgenomen de bedrijfsgebouwen-en terreinen (art 2:363 lid 1 a BW). Bij de keuze voor een waarderingsgrondslag neemt het inzichtsvereiste een belangrijke rol in (art 2:384 lid 1 BW). Dat vereiste bepaalt de keuze voor een waarderingsgrondslag. Als waarderingsgrondslagen worden genoemd: de verkrijgingsprijs of de actuele waarde.⁴³ Verder wordt in afdeling 6 melding gemaakt van het voorzichtigheidsbeginsel, het beginsel van balanscontinuïteit, de going concern gedachte en de bestendige gedragslijn. Tevens wordt benoemd welke informatie de onderneming naast de waardering in de balans moet verstrekken, zoals bijvoorbeeld het verloopoverzicht gedurende het boekjaar (art 2:368 BW).

De verkrijgingsprijs is gelijk aan de inkoopprijs en de bijkomende kosten (2:388 BW). Afschrijvingen geschieden onafhankelijk van het resultaat in het boekjaar (bestendige gedragslijn) en de methode van afschrijven wordt vermeld in de toelichting (art 2:386 BW). Bij de waardering van activa wordt rekening gehouden met een waardevermindering voorzover deze naar verwachting duurzaam is (art 2:387 lid 1 BW). Afschrijvingen en waardeverminderingen worden separaat als last verantwoord in de resultatenrekening (art 2:377 lid 3 BW).

Besluit actuele waarde

Het begrip actuele waarde is verder uitgewerkt in het *Besluit actuele waarde* (BAW), dat laatstelijk herzien werd per 1 november 2015, ten gevolge van EU Richtlijn 2013/34/EC. De actuele waarde is de waarde die is gebaseerd op actuele marktprijzen (art 1 BAW). Als actuele waarde komt in aanmerking de actuele kostprijs, de bedrijfswaarde, de marktwaarde of de opbrengstwaarde.⁴⁴ Onder de actuele kostprijs wordt verstaan de actuele inkoopprijs of vervaardigingsprijs minus afschrijvingen van het betreffende goed.

Beleggingen

Om te bepalen volgens welk actueel waardebegrip gewaardeerd moet worden, moet de activa naar zijn soort worden onderscheiden. Als sprake is van een (vastgoed)belegging dan is artikel 11 BAW relevant en geschiedt waardering op marktwaarde. Hiermee wordt bedoeld op het bedrag waarvoor een actief kan worden verhandeld tussen terzake goed geïnformeerde partijen, die tot een transactie bereid en onafhankelijk van elkaar zijn.⁴⁵

⁴³ In artikel 2:384 lid 4 de verwijzing naar het besluit actuele waarde.

⁴⁴ Het begrip vervangingswaarde is niet langer toegestaan door de EU, in de hiervoor genoemde Richtlijn wordt gesproken over 'geherwaardeerde waarde'. In het geactualiseerde BAW is het begrip vervangingswaarde vervangen door de 'actuele kostprijs'. Het verschil tussen beide begrippen lijkt in de praktijk beperkt (KPMG, 2015). Bij de vervangingswaarde werd uitgegaan van de kostprijs van een ander actief dat eenzelfde economische functie in de onderneming in zou nemen (daarbij rekening houdend met de in aanmerking genomen afschrijvingen).

⁴⁵ In artikel 11 BAW is opgenomen, dat dit bedrag benaderd mag worden door de geschatte toekomstige kasstromen contant te maken. De Nota van toelichting op het BAW vermeldt bij dit artikel dat vastgoedbeleggingen verreweg de belangrijkste categorie is, die onder dit artikel valt.

Eigen gebruiksvastgoed

Indien sprake is van een materieel vast actief niet zijnde een belegging (bijvoorbeeld eigen gebruiksvastgoed), dan geschiedt de actuele waardebeoordeling via artikel 7 BAW. Dit artikel bepaalt dat waardering geschiedt tegen de actuele kostprijs of de hoogste van de lagere bedrijfswaarde of opbrengstwaarde.⁴⁶

De bedrijfswaarde wordt in artikel 3 uitgewerkt:

de contante waarde van de aan een actief of samenstel van activa toe te rekenen geschatte toekomstige kasstromen die kunnen worden verkregen met de uitoefening van het bedrijf.

In artikel 5 wordt over de opbrengstwaarde vermeld:

het bedrag waartegen een actief maximaal kan worden verkocht, onder aftrek van de nog te maken kosten.

Richtlijn 213 Vastgoedbeleggingen

Voor de verslaggeving over beleggingsvastgoed is Richtlijn 213 Vastgoedbeleggingen relevant.⁴⁷

Afbakening

Allereerst is het relevant deze categorie te onderscheiden van daaraan gerelateerde categorieën.

Volgens Richtlijn 940 (Begrippen), moet onder een vastgoedbelegging worden verstaan:

- ‘Een onroerende zaak (of een deel daarvan) die wordt aangehouden [...] om huuropbrengsten of waardevermeerdering, of beide, te realiseren, en niet voor:
- a. gebruik in de productie of de levering van goederen of diensten of voor bestuurlijke doeleinden in het kader van de gewone bedrijfsuitoefening; of
 - b. verkoop als onderdeel van de gewone bedrijfsuitoefening.’

De kasstromen die worden gegenereerd met vastgoedbeleggingen zijn onafhankelijk van de andere activa van een onderneming (213.105 RJ). Hiermee wordt de categorie ‘vastgoedbeleggingen’ afgebakend van eigen gebruiksvastgoed, dat wordt behandeld als ‘materieel vaste activa’ (Richtlijn 212). Onroerende zaken in aanbouw of ontwikkeling voor derden vallen onder de categorie ‘onderhanden werk’ (Richtlijn 221) en onroerende zaken aangehouden voor de verkoop als onderdeel van de normale bedrijfsuitoefening of in aanbouw voor dat doel, behoren tot de categorie ‘voorraden’ (Richtlijn 220) (213.107 RJ).⁴⁸

Verwerking en waardering in de jaarrekening

Voor alle bezittingen (activa) geldt, dat zij pas als actiefpost in de jaarrekening verwerkt mogen worden als er wordt voldaan aan twee voorwaarden:

⁴⁶ Tot de wijziging van het BAW in november 2015 werd gewaardeerd op vervangingswaarde of lagere bedrijfswaarde. Er werd slechts gewaardeerd op (hogere of lagere) opbrengstwaarde indien de onderneming had besloten het actief te verkopen. De intentie van de onderneming met het bedrijfsmiddel was derhalve relevant. Uit de Nota van toelichting op het BAW blijkt dat deze bepaling is opgenomen om te hoge waardering van (buiten gebruik gestelde) activa te voorkomen.

⁴⁷ De RJ kent in afdeling 6 regels voor bijzondere bedrijfstakken. Pensioenfondsen dienen hun (vastgoed)beleggingen tegen de reële waarde (610.209 RJ). Verzekeringsmaatschappijen dienen hun eigengebruiksvastgoed te behandelen als een vastgoedbelegging (605.213A RJ).

⁴⁸ Gezien de doelstelling van dit onderzoek, wordt de afbakeningsproblematiek slechts op hoofdlijnen behandeld.

- 'het is waarschijnlijk dat toekomstige economische voordelen uit het actief toekomen aan de rechtspersoon, en;
- de kosten op betrouwbare wijze kunnen worden geschat (213.201 RJ)'.

De eerste waardering van een vastgoedbelegging dient te geschieden tegen de kostprijs inclusief transactiekosten (213.301 RJ). Uitgaven na de eerste verwerking dienen te worden geactiveerd indien en voorzover voldaan is aan de criteria van een actiefpost (zie hiervoor). Daarnaast moet voor activering ook vastgesteld worden, dat door de uitgaven toekomstige economische voordelen boven het oorspronkelijk vastgestelde niveau toekomen aan de rechtspersoon (RJ 213.401). Uitgaven die niet aan die criteria voldoen, worden ten laste van het resultaat gebracht. Na eerste verwerking dient de rechtspersoon de vastgoedbeleggingen te waarderen tegen hetzij de actuele waarde, hetzij de historische kosten (213.501 RJ). De gekozen waarderingsgrondslag wordt voor alle beleggingen toegepast. De gekozen waarderingsgrondslag wordt toegelicht in de jaarrekening (213.504 RJ). De reële waarde vormt voor vastgoedbeleggingen de invulling van het actuele waarde begrip (213.503 RJ). Waardemutaties worden verwerkt in de resultatenrekening. Omdat geen frequente marktnoteringen bestaan, wordt een herwaarderingsreserve opgenomen voor de verantwoorde mutaties (conform art. 2:390 BW).

De reële waarde van een vastgoedbelegging is de meest waarschijnlijke prijs die redelijkerwijs op de markt te verkrijgen is op balansdatum (213.505 RJ). In 213.507 wordt expliciet vermeld dat de reële waarde de actuele marktsituatie dient weer te geven en niet die op enig moment in het verleden of in de toekomst.

Voor de bepaling van de reële waarde is een verplichte volgorde van toepassing (213.508 en 213.509 RJ).⁴⁹

1. Vaststellen van reële prijzen op een actieve markt van gelijksoortige onroerende zaken;
2. Vaststellen van reële prijzen op een actieve markt van onroerende zaken met een afwijkende aard, staat of locatie, gevolgd door aanpassingen van de afwijkingen;
3. Recente prijzen op minder actieve markten, met aanpassingen voor veranderingen in economische omstandigheden sinds de laatste transactiedata;
4. De contante waarde van geprognosticeerde kasstromen gebaseerd op betrouwbare schattingen.

Indien na toepassing van deze criteria de reële waarde van een vastgoedbelegging niet betrouwbaar vastgesteld kan worden, dan is de rechtspersoon verplicht voor het desbetreffende actief het kostprijsmodel van RJ 212 Materiele vaste activa te hanteren.

De rechtspersoon kan na eerste verwerking er ook voor kiezen al zijn vastgoedbeleggingen conform het kostprijsmodel te waarderen. Dan vindt de verwerking plaats conform de uitwerking in RJ 212 en is ook RJ 121 bijzondere waardevermindervers verliezen relevant (zie hierna).

Toelichting in de jaarrekening

In de toelichting dient de onderneming het volgende toe te lichten:

- De toegepaste waarderingsgrondslag (RJ 213.802);

⁴⁹ Allereerst is het relevant de markt op een juiste wijze te bepalen en te definiëren. De markt voor indirect vastgoed (aandelen) is bijvoorbeeld niet gelijk aan die voor direct vastgoed.

- Verloopoverzicht van primo naar ultimo balansdatum;
- Indien op historische kostprijs wordt gewaardeerd dient de afschrijvingsmethode en de bepaalde levensduur toegelicht te worden. Tevens moet de reële waarde vermeld worden (RJ 213.805)
- De methoden en relevante veronderstellingen die zijn gehanteerd bij het bepalen van de reële waarde en de gehanteerde rentevoet (RJ 213.802 juncto artikel 11 BAW) en de gehanteerde referenties hierbij;
- De mate waarin de waardering op reële waarde tot stand is gekomen door gebruik te maken van een onafhankelijk gecertificeerd taxateur (RJ 213.802);
- De toekomstige huurbetalingen onderverdeeld naar periode, binnen een jaar, van één tot vijf jaar en langer dan vijf jaar (RJ 292.319).

Richtlijn 212 Materiele vaste activa

In Richtlijn 212 wordt de waardering van materiele vaste activa besproken. Deze richtlijn is relevant voor bijvoorbeeld het eigen gebruiksvastgoed van een rechtspersoon.

Materiele vaste activa kunnen (na eerste verwerking) volgens het kostprijsmodel of het actuele waarde model worden gewaardeerd. Voor wat betreft het actuele waarde model is aangesloten bij het Besluit actuele waarde. Waardering geschiedt op actuele kostprijs of (indien lager) de hoogste van de bedrijfs- en opbrengstwaarde. Waardevermeerderingen worden rechtstreeks in het eigen vermogen verwerkt, waardeverminderingen in de winst- en verliesrekening.⁵⁰

Bij de keuze voor het kostprijsmodel (waardering op kostprijs minus cumulatieve afschrijvingen en bijzondere waardeverminderingverliezen) wordt verwezen naar Richtlijn 121. Deze Richtlijn bespreekt de bijzondere waardeverminderingverliezen. Daarvan is sprake als de realiseerbare waarde van een actief lager is dan de boekwaarde. De realiseerbare waarde is de hoogste van de bedrijfswaarde en de opbrengstwaarde (121.301 RJ).

Bedrijfswaarde

Om de bedrijfswaarde te bepalen worden de geschatte kasstromen gedurende de gebruiksduur van het object contant gemaakt. Er wordt uitgegaan van de staat waarin het actief zich bevindt (121.313 RJ).

De kasstroomprognoses:

‘dienen gebaseerd te worden op redelijke en onderbouwde veronderstellingen die de beste schatting van de leiding van de rechtspersoon weergeven van de economische omstandigheden die van toepassing zullen zijn gedurende de resterende levensduur van het actief. Hierbij dient een relatief groot gewicht te worden toegekend aan externe informatie’ (121.310a RJ).

De inschatting moet uitgaan van goedgekeurde budgetten van maximaal vijf jaar vooruit, tenzij een langere periode kan worden gerechtvaardigd. De aard van vastgoedobjecten kan een langere periode

⁵⁰ Tenzij sprake is van terugname van een eerdere waardevermindering, dan vindt verwerking van de latere waardevermindering plaats door verwerking in de winst- en verliesrekening. Datzelfde geldt (omgekeerd) voor waardeverminderingen: als reeds een waardevermindering heeft plaatsgevonden die verwerkt is in het eigen vermogen, dan wordt de latere waardedaling ten laste van het eigen vermogen gebracht.

rechtvaardigen. Daarbij mag dan worden uitgegaan van een groei, die is gemaximeerd op de langetermijn gemiddelde groeivoet voor dergelijke markten.

Bij het bepalen van de disconteringsvoet wordt uitgegaan van de actuele markttrente en de specifieke risico's van het object. Er mag bij de bepaling van de disconteringsvoet, logischerwijze, geen rekening worden gehouden met risico's waarin in de toekomstige kasstromen al rekening is gehouden.

Opbrengrstwaarde

De opbrengrstwaarde is gelijk aan de verkoopprijs indien een bindende verkoopovereenkomst is gesloten. Als dat niet het geval is dan wordt uitgegaan van de prijs op een actieve markt. Als beide niet aanwezig zijn, wordt uitgegaan van een recente, vergelijkbare prijs. De opbrengrstwaarde is geen weergave van een geforceerde verkoop.

IFRS

Gezien de beperkte mate van verschillen tussen de Richtlijnen en de relevante IFRS wordt in deze paragraaf slechts aandacht besteed aan de verschillen tussen beide. Deze verschillen kunnen tevens worden afgeleid uit tabel 3, die na deze paragraaf is opgenomen.⁵¹

IAS 40

De criteria om te komen tot de afbakening van de categorie zijn gelijk in de Richtlijnen en IFRS. Voor wat betreft de vastgoedbeleggingen (*Investment property*) is IAS 40 de relevante verslaggevingstandaard.

Na eerste verwerking op kostprijs wordt gekozen voor het *fair value* model of het *cost* model. Anders dan in Dutch GAAP hoeft onder IFRS in het eigen vermogen geen herwaarderingsreserve aangehouden te worden voor de verwerkte waardeveranderingen in de resultatenrekening.⁵²

Ongeacht het model dat gekozen wordt, zal van iedere vastgoedbelegging de *fair value* bepaald en toegelicht moeten worden. Dit is tevens een eis in Richtlijn 213 (213.805^e RJ). De *investment property* die is gekwalificeerd als '*held-for-sale*' dient onder IFRS separaat op de balans gepresenteerd te worden.

IAS 16

Gelijk aan de afbakening in de RJ, geldt in de IFRS ook voor eigengebruiksvastgoed een andere standaard: IAS 16. De voorgeschreven waarderingsmodellen (*cost of revaluation model*) zijn gelijk aan de keuze in RJ 212. IAS 16.63 verwijst naar IAS 36 *Impairment*, voor wat betreft het bepalen van bijzondere waardevermindingsverliezen. Gelijkt aan Dutch GAAP wordt een bepaling van een eventueel bijzonder waardevermindingsverlies slechts uitgevoerd als sprake is van een indicatie. De waardevermindering vindt plaats voorzover de *recoverable amount* lager is dan de boekwaarde. De *recoverable amount* is gelijk aan de hoogste van de *fair value* en de *value in use*. Over de bepaling

⁵¹ Kort na de introductie van IFRS was de convergentie tussen de RJ en de IFRS groot. De Raad voor de Jaarverslaggeving koos ervoor veel verslaggevingsregels uit IFRS op te nemen in de eigen standaarden. Het aantal verschillen tussen beide verslaggevingstandaarden daalde flink. De laatste jaren wordt echter een tendens waargenomen waarbij het aantal verschillen tussen IFRS en RJ weer toeneemt. Aangezien de Richtlijnen niet toegepast worden door beursgenoteerde ondernemingen, die immers verplicht via IFRS waarden, focust de Raad voor de Jaarverslaggeving zich op de niet beursgenoteerde ondernemingen. Zij beoordeelt de IFRS eerst op toepasbaarheid voor deze groep ondernemingen. Dat leidt ertoe dat minder IFRS automatisch wordt geïmplementeerd in Dutch GAAP. Het aantal verschillen neemt weer toe (KPMG, 2015).

⁵² De verplichte herwaarderingsreserve in de RJ is een gevolg van de Nederlandse wetgeving hieromtrent.

van de *fair value* volgt meer in de volgende paragraaf. Bij de bepaling van de *value in use* zijn de volgende uitgangspunten relevant (IAS 36.30):

- een schatting van de toekomstige kasstromen van het actief die de entiteit verwacht te genereren;
- verwachtingen van mogelijke variaties in het bedrag of de timing van de toekomstige kasstromen;
- tijdswaarde van geld;
- prijs voor de onzekerheid die het actief in zich draagt;
- andere factoren, zoals illiquiditeit, die marktpartijen mee zouden nemen in het prijzen van de toekomstige kasstromen.

Voor deze scriptie is het essentieel te onderkennen dat het gaat om inschattingen van het management zelf. Derhalve levert dit een aan de onderneming gerelateerde waarde op die gebaseerd is op de schattingen van het management. In de literatuur wordt benadrukt dat de criteria niet gelijk aan de markt ingevuld kunnen worden (KPMG, 2015).

IFRS 13 Fair value

In IFRS 13 staat het begrip *fair value* centraal.⁵³ Het doel van *fair value measurement* wordt in IFRS 13.9 gedefinieerd (en in paragraaf B2 aangevuld) als:

...to estimate the price at which an orderly transaction to sell the asset would take place between market participants at the measurement date under current market conditions.

Daarbij gelden de volgende uitgangspunten.

- Het actief wordt verkocht in de *principal market* of (in afwezigheid hiervan) in de meest voordelige markt waar de onderneming toegang toe heeft (IFRS 13.16). IFRS 13.21 vermeldt, dat ondanks dat geen markt aanwezig lijkt (geen potentiële koper is aanwezig) er toch vanuit gegaan moet worden dat een prijs tot stand zal komen, daarbij uitgaande van de huidige marktcondities.
- Er wordt rekening gehouden met aannames die partijen ook zouden maken bij het prijzen van het actief;
- De prijs wordt bepaald uitgaande van de *highest and best use* die fysiek mogelijk, juridisch toelaatbaar en financieel uitvoerbaar is (IFRS 13.27). Als dit betekent dat aan een actief een hogere prijs zou toekomen als het samen met andere activa verkocht zou worden, dan wordt ervan uitgegaan, dat ook de andere activa beschikbaar zijn voor marktpartijen.

Om te komen tot een prijsbepaling op balansdatum worden in IFRS 13.62 drie waarderingstechnieken (-methodieken) benoemd: *market approach*, *cost approach* en *income*

⁵³ In de Nederlandse regelgeving wordt afhankelijk van de soort activa een actuele waarde voorgeschreven.⁵³ Onder IFRS is ervoor gekozen een separate standaard te wijden aan het begrip en de bepaling van de *fair value*, met enkele uitzonderingen, geldend voor alle activa en passiva.

approach. Deze technieken kennen we uit de taxatieleer. De waarderingstechniek moet in beginsel consequent zijn, tenzij de omstandigheden wijzigen. Voor de input in de waarderingmethoden geldt een hiërarchie. Door deze hiërarchie strikt te hanteren wordt volgens IFRS 13.72 de consistentie en de vergelijkbaarheid van de waardebepaling vergroot.

- Level 1: *quoted prices in active markets*
- Level 2: *inputs other than quoted prices*. Bijvoorbeeld voor dezelfde soort activa in een actieve markt. Een voorbeeld dat gegeven wordt voor onroerende zaken, is de vierkante meter prijs voor vergelijkbare gebouwen op dezelfde locatie (IFRS 13.B35)
- Level 3: *unobservable inputs*. Input vanuit dit level wordt gebruikt als relevante observeerbare input niet aanwezig is. Bij de bepaling wordt uitgegaan van de aannames die partijen zullen maken bij het prijzen van het actief, ook die met betrekking tot risico-inschatting.

Tijdens de revisie van het *fair value* begrip in IFRS 13 is commentaar geleverd op de level 3 input. Gebruik maken van die input zou het *fair value* begrip misleidend maken en mogelijk leiden tot het hanteren van entiteitsspecifieke factoren (die nu juist uit *fair value* geweerd worden). Deze risico's op subjectiviteit kunnen worden gemitigeerd door voldoende toelichting in de jaarrekening (BC, 13.173).

Methoden, aannamen en het level van input (zoals hiervoor beschreven) zijn aspecten die moeten worden toegelicht in de jaarrekening. Om het vereiste inzicht te kunnen geven, is het belangrijk dat partijen overwegen welke mate van detail en aggregatie van de gegevens worden toegelicht.