

# De relevantie van economische waardering voor vastgoedfinanciers



**Company research paper MRE 2021-2023**

**Auteur: Timothy Hansink**

**Begeleider: drs. Jantine Schrader MSRE**

**Examinator: Martijn Nijland MSc MRE MRICS**

## Voorwoord

Met trots en dankbaarheid presenteer ik deze company research paper als de afsluiting van mijn tweejarige Master of Real Estate studie. Deze periode van intensieve studie en persoonlijke groei is niet alleen een belangrijke mijlpaal in mijn carrière, maar ook een onvergetelijke reis vol leerzame ervaringen.

Deze paper behandelt de relevantie van economisch waarderen voor vastgoedfinanciers. Op kantoor bij Dynamis Taxaties Nederland is dit onderwerp herhaaldelijk aan bod gekomen en heeft mijn nieuwsgierigheid al snel gewekt. Het is een buitengewoon boeiend onderwerp dat naar mijn hoop in de toekomst nog vaak de aandacht zal krijgen!

In de eerste plaats wil ik mijn oprechte waardering uitspreken naar mijn scriptiebegeleider, Jantine Schrader, voor haar toewijding en inzet bij de begeleiding. Ook wil ik mijn dank uitspreken aan de tweede lezer van dit werk, Martijn Nijland, voor zijn waardevolle feedback. Ik wil ook mijn collega, Baldwin Poolman, bedanken voor zijn hulp en de waardevolle momenten van overleg wanneer ik tijdens het schrijven problemen ondervond.

Deze twee jaar van studie waren niet alleen mogelijk dankzij de inzet van de docenten en collega's, maar ook vanwege de onvoorwaardelijke steun en begrip van mijn partner Ilse. Niet alleen heeft ze me geholpen bij het nakijken van mijn scriptie, maar ze heeft tijdens deze veeleisende periode ook onze dochter op de wereld gezet. Haar support is onbetaalbaar en ik ben haar daar enorm dankbaar voor.

## Managementsamenvatting

Tijdens de kredietcrisis ondervond de vastgoedmarkt ernstige problemen door een gebrek aan beschikbare liquiditeit voor financiering. Dit gebrek leidde tot een bijna volledige stilstand van de vastgoedmarkt, wat de taxatie van vastgoed bemoeilijkte vanwege een gebrek aan actuele prijsgegevens voor vergelijkbare panden. Deze stilstand van resulteerde in een neerwaartse druk op de marktwaarde van vastgoed, waardoor banken hogere loan-to-value-ratio's zagen en beleggers werden gedwongen maatregelen te nemen om hun schuldenlast te verminderen.

Na de kredietcrisis werden verschillende waarderingsmethoden ontwikkeld, waarbij de reële economische waarde uiteindelijk werd goedgekeurd door de Europese Commissie. Deze zogenaamde lange termijn waardering zorgde voor een verminderde afschrijving op vastgoed voor banken. Economisch waarderen, een methode die naar de toekomst kijkt en toekomstige marktontwikkelingen en risico's in kaart brengt, werd later relevant tijdens de COVID-19-pandemie. Van economisch waarderen wordt verwacht dat het beter de waarde van vastgoed in tijden van economische onzekerheid kan aantonen.

Dit onderzoek formuleert een antwoord op de vraag: Leidt economisch waarderen tot een betere risico inschatting voor vastgoed financiers bij commercieel vastgoed?

Om de relevantie van economisch waarderen voor vastgoedfinanciers te onderzoeken, is er een uitgebreide methodologische aanpak gevolgd. Allereerst is er een literatuuronderzoek uitgevoerd om een solide theoretische basis te leggen voor het onderzoek. Het literatuuronderzoek zorgt ervoor dat de principes en concepten van economisch waarderen begrepen kunnen worden en te contextualiseren binnen de vastgoedfinancieringssector. Met een case study en interviews is tot een breder perspectief gekomen van het onderwerp.

Op basis van de resultaten van dit onderzoek kan gesteld worden dat economisch waarderen de risicobeoordeling voor commercieel vastgoedfinanciers verbetert. Huidige praktijken bij vastgoedfinanciers omvatten al een informele vorm van economische waardering, waarbij toekomstige risico's en verwachte kasstromen tijdens de leningsperiode worden geëvalueerd. Wat economisch waarderen onderscheidt, is de geïntegreerde analyse van al deze gegevens. Vervolgens resulteren deze gegevens in een toekomstgerichte waardebeoordeling. Terwijl de risk management afdeling vooral profiteert van deze risico-inschatting, is het ook belangrijk voor de commerciant om inzicht te krijgen in toekomstige risico's. Dit bevordert een dieper begrip van de uiteindelijke risico's per financiering.

Het onderzoek benadrukt de waarde van economisch waarderen voor vastgoedfinanciers en taxateurs, met een focus op risico- en waardebeoordeling van vastgoedportefeuilles. De huidige bankpraktijken belemmeren een snelle implementatie van economisch waarderen, vooral aan de commerciële zijde. Een stapsgewijze introductie wordt voorgesteld, beginnend bij risk management en gericht op specifiek vastgoed, zoals exploitatiegebonden vastgoed. Om acceptatie te bevorderen, wordt geadviseerd om grote taxatiekantoren en belanghebbenden zoals institutionele beleggers en vastgoedfinanciers bijeen te brengen om case studies en relevante parameters te ontwikkelen. Dit gezamenlijke initiatief legt een solide basis voor succesvolle implementatie van economisch waarderen binnen de branche.

# Inhoud

Voorwoord.....	1
Managementsamenvatting .....	2
1. Inleiding.....	5
1.1 Aanleiding van het onderzoek .....	5
1.2 Probleemstelling.....	6
1.3 Doelstelling .....	6
1.4 Onderzoeksvraag en deelvragen.....	7
1.5 Relevantie van het onderzoek .....	7
1.6 Conceptueel model .....	8
1.7 Afbakening .....	8
1.8 Leeswijzer .....	9
2. Taxatiemethoden en waardebegrippen .....	10
2.1 Inleiding.....	10
2.2 Taxatie methoden .....	10
2.3 Waardebegrippen.....	12
2.4 Deelconclusie.....	17
3. Toepassing economisch waarden .....	18
3.1 Inleiding.....	18
3.2 Aanleiding voor lange termijn waarderingen.....	18
3.3 Economisch waarden.....	18
3.4 Toepassingsbereik economisch waarden.....	20
3.5 Rapportage vereisten .....	21
3.6 Deelconclusie.....	23
4. Risicomanagement banken .....	24
4.1 Inleiding.....	24
4.2 Hoe werkt risicomanagement bij banken .....	24
4.2.1 Basel akkoorden .....	26
4.2.2 Algemene risico's banken .....	30
4.2.3 Bank risico management Vastgoed .....	31
4.3 Welke rol spelen taxaties bij het risicomanagement .....	34
4.4 Regelgeving Basel omtrent waardemethodiek.....	35
4.5 Deelconclusie.....	35
5. Methode van onderzoek .....	37
5.1 Inleiding.....	37
5.2 Onderzoeksmethode .....	37

5.2.1	Case study .....	38
5.2.2	Interviews .....	38
5.3	Geïnterviewden .....	39
5.3.1	Expertsessie .....	39
6.	Case study .....	40
6.1	Inleiding.....	40
6.2	Toelichting uitvoering casussen praktijkhandreiking .....	40
6.3	Resultaten casus.....	43
6.4	Conclusie .....	43
7.	Interviews .....	45
7.1.1	Onderzoeksvraag 1 .....	45
7.1.2	Onderzoeksvraag 2 .....	45
7.1.3	Onderzoeksvraag 3 .....	46
7.1.4	Onderzoeksvraag 4 .....	47
7.2	Analyse Kwalitatief onderzoek.....	47
7.3	Uitwerking onderzoeksvragen .....	47
7.3.1	Onderzoeksvraag 1 .....	47
7.3.2	Onderzoeksvraag 3 .....	51
7.3.3	Onderzoeksvraag 4 .....	54
7.4	Verslag expert sessie .....	55
7.4.1	Conclusie uit expert sessie.....	55
8.	Conclusie .....	57
8.1	Inleiding.....	57
8.2	Beantwoording hoofdvraag.....	57
8.3	Implementatiemogelijkheden .....	58
8.4	Reflectie .....	59
8.5	Aanbeveling .....	59
9.	Literatuurlijst.....	61
Bijlagen	.....	64
Bijlage 1: Codebook Atlas.TI.....	.....	65

# 1. Inleiding

## 1.1 Aanleiding van het onderzoek

De efficiënte markttheorie omschrijft dat in een markt alle publieke informatie en toekomstverwachtingen in de prijs verwerkt zitten (Fama, 1970). Deze theorie lijkt niet altijd voor de vastgoedmarkt op te gaan. De beschikbare informatie is vaak beperkt en dit tekort aan informatie zorgt ervoor dat prijsvorming niet efficiënt tot stand komt (Fuss & Ruf, 2015). Er zijn ook andere omstandigheden mogelijk, zoals de kredietcrisis, waarin er gedurende lange tijd onvoldoende liquiditeit beschikbaar was om vastgoed te financieren, wat resulteerde in een vrijwel volledige stilstand van de vastgoedmarkt. Deze stilstand leidde tot een beperking in de prijsvorming. De beperking van deze prijsvorming kwam tot uiting in een grotere schattingonzekerheid van de marktwaarde, wat vervolgens tot onzekerheid leidde omtrent de hoogte van de waarde van portefeuilles van de Nederlandse grootbanken.

Tijdens de kredietcrisis werden de vastgoedmarkten hard getroffen, omdat er aanzienlijk minder liquiditeit beschikbaar was voor (her)financiering. Deze beperking van liquiditeit resulteerde in een bijna volledige stilstand van de vastgoedmarkt, met weinig prijsvorming. De beperkte prijsvorming bemoeilijkte de taxatie van vastgoed, aangezien actuele prijzen van verhandelde vergelijkbare panden moeilijk te verkrijgen waren.

De economische omstandigheden, het gebrek aan liquiditeit en de verminderde vraag naar vastgoed veroorzaakten een neerwaartse druk op de marktwaarde van vastgoed. Banken zagen hun *loan to values* stijgen door dalende marktwaarden en eisten van beleggers maatregelen om de schuldenlast te verlagen. Veel beleggers waren echter van mening dat de marktwaarden hun vastgoedportefeuilles niet nauwkeurig weerspiegelden, omdat ze geloofden dat de marktwaarden na de crisis weer zouden herstellen naar de oude, hogere niveaus. Dit vraagstuk van waardedaling was vooral prominent aanwezig in Nederland bij SNS Reaal, een Nederlands financieel consortium. De omvang van de leningen van deze bank was aanzienlijk groter in vergelijking met de omvang van de vastgoedleningen portefeuille van andere Nederlandse banken. De omvang van de vastgoedmarktleningen was van dergelijk risico dat de directeur toezicht van De Nederlandsche Bank (hierna: DNB) stelde dat de vastgoedsector een derde financiële crisis kon veroorzaken (FD, 2012).

Een beoordeling van de marktwaarde van de SNS-portefeuille op dat moment zou eventueel kunnen leiden tot aanzienlijke waardeverminderingen bij andere financiële instellingen, met potentieel schadelijke effecten op de Nederlandse economie. De overheid besloot dat marktwaarde te beperkt werd gevonden om de vastgoedportefeuille van diverse beleggers te waarderen, aangezien dit enkel een *snapshot* van de marktsituatie gaf. Er was behoefte aan een waarderingmethode die op de lange termijn de werkelijke waarde van hun vastgoedportefeuille kon aantonen (Berkhout, 2019).

Tijdens en na de kredietcrisis zijn er diverse methoden ontwikkeld/gebruikt om lange termijn waarderingen in te schakelen. Na goedkeuring van de Europese Commissie (EC) werd besloten om de reële economische waarde, een langetermijnwaardering, te gebruiken. Het gebruik van deze langetermijnwaardering resulteerde uiteindelijk in een lager percentage aan afschrijvingen op vastgoed voor de banken (Volkskrant, 2013). Met het herstel van de vastgoedmarkt na 2013 kon het concept van marktwaarde opnieuw zijn gebruikelijke belangrijke positie innemen binnen de taxaties.

Na deze crisis is economisch waarden aan het licht gekomen. Economisch waarden is een methode die al langer bekend is bij *business valuation*, maar niet bij register-taxateurs. Deze waarderingsmethode houdt rekening met een langetermijnvisie en richt zich specifiek op het subject, waarbij ook toekomstige marktontwikkelingen en risico's worden geanalyseerd. De huidige prijsvorming wordt bij economisch waarden losgelaten (Berkhout, 2019). Hierna is het economisch waarden weer naar de achtergrond verdwenen, totdat de Covid-crisis uitbrak. Tijdens deze crisis kreeg het economisch waarden weer enige aandacht, waarna het stil werd rondom deze methode van waarden. De actualiteit leert ons, dat de economie zich op dit moment in een milde recessie bevindt (NOS, 2023). Uit de berichtgevingen blijkt dat er sprake is van afwaarderingen op vastgoed, onder andere veroorzaakt door de hoge inflatie en rentestijgingen (PropertyNL, 2023). Uit een recent onderzoek van vastgoedadviseurs is gebleken dat de waarde van commercieel vastgoed, waaronder kantoren, logistieke *hubs* en andere zakelijke objecten, aanzienlijk is afgenomen in het afgelopen jaar. De afwaarderingen van commercieel vastgoed variëren van 7,5% - 40% (Neyt, CBRE: weinig vastgoedbeleggingen in eerste helft, 2023).

De recessie maakt het dat economisch waarden weer actueel is, ondanks dat van economisch waarden net zo goed gebruik gemaakt kan worden in een markt die opgaand is (Berkhout et al., 2020). Economisch waarden geeft namelijk de waarde in de toekomst, terwijl dit met de marktwaarde niet mogelijk (conform regelgeving) is. Dit is mogelijk een goede *tool* voor financiële instellingen om de waarde in kaart te brengen voor het vastgoed dat zij gefinancierd hebben.

## 1.2 Probleemstelling

De bestaande literatuur gaat niet in op de bruikbaarheid van economisch waarden voor vastgoedfinanciers. Terwijl het voor financiers van vastgoed van belang is om in kaart te brengen wat de risico's op het huidige tijdstip zijn, maar ook in de toekomst. In het boek *Economisch waarden van Vastgoed van Tom Berkhout (2019)* wordt duidelijk gemaakt dat tijdens de kredietcrisis gebruik gemaakt werd van een vorm van lange termijn waarden. Een taxatie doormiddel van de marktwaarde van noodlijdende vastgoedportefeuilles op dat moment zou kunnen leiden tot aanzienlijke waardeverminderingen bij financiële instellingen, met potentieel schadelijke effecten op de Nederlandse economie. Tijdens de kredietcrisis is een vorm van lange termijn waarden toegepast en is van toegevoegde waarde geweest. Er dient verder onderzoek uitgevoerd te worden welke relevantie specifiek economisch waarden voor vastgoedfinanciers heeft.

## 1.3 Doelstelling

Ondanks de toenemende populariteit van economische waarden, is het nog steeds niet volledig duidelijk hoe relevant dit begrip is voor vastgoedfinanciers en hoe het hun besluitvorming en risicobeheer beïnvloedt. Daarom is er behoefte aan een grondige analyse van de relevantie van economische waarde voor vastgoedfinanciers. Dit onderzoek zal bijdragen aan een beter begrip van de manier waarop vastgoedfinanciers waarde toekennen aan vastgoed en hoe zij risico's beheersen. Bovendien zal het onderzoek mogelijke aanbevelingen opleveren om de toepassing van economische waarde in de vastgoedfinanciering te integreren/optimaliseren. Deze *company research paper* zal inzicht geven in de bruikbaarheid van economisch waarden voor vastgoed financiers en taxateurs.

Daarnaast geeft het Dynamis Taxaties Nederland de mogelijkheid om één van de voorlopers te zijn in de implementatie van economisch waarden voor haar taxateurs.

Wanneer uit deze company research paper blijkt dat economisch waarden een rol kan spelen bij vastgoedfinanciers die relevant is voor Dynamis Taxaties Nederland, kan het toepassen van economisch waarden mogelijk een *unique selling point* voor Dynamis Taxaties Nederland worden. De doelstelling is om een advies uit te brengen hoe de implementatie van economisch waarden voor vastgoedfinanciers tot stand kan komen.

## 1.4 Onderzoeksvraag en deelvragen

De onderzoeksvraag is als volgt: Leidt economisch waarden tot een betere risico inschatting voor vastgoed financiers bij commercieel vastgoed?

### Deelvragen

- Wat zijn de taxatiemethoden en waardebegrippen bij commercieel vastgoed?
- Hoe wordt economisch waarden toegepast?
- Hoe werkt risicomanagement bij banken?
- Op welke wijze kan lange termijn waardering als economisch waarden een rol spelen bij vastgoedfinanciers?
- Welke belemmeringen zijn er voor het invoeren van economisch waarden?
- Welke rol kunnen taxateurs spelen omtrent het economisch waarden bij vastgoedfinanciers?

Deelvraag één tot en met drie worden middels literatuurstudie onderzocht. De overige deelvragen worden beantwoord doormiddel van een *case study*, interviews en een expertsessie.

## 1.5 Relevantie van het onderzoek

Zoals eerder beschreven bij de aanleiding en probleemstelling was er tijdens de kredietcrisis sprake van een stilvallen van de vastgoedmarkt. Het stilvallen van de markt resulteerde in een gebrek aan transacties waarop taxaties gebaseerd worden. De marktwaarde is daarbij een *snapshot* van de huidige marktomstandigheden. Ondanks dat de *evidence* beperkt was, kwamen aanzienlijke afwaarderingen tot stand. De omvang van de vastgoedmarktleningen was van dergelijk risico dat de directeur toezicht van DNB stelde dat de vastgoedsector een derde financiële crisis kon veroorzaken. Omdat marktwaarde in deze periode minder belangrijk is geworden en er is gekozen voor een langetermijnwaardering, kan het zinvol zijn om nader onderzoek te doen naar de relevantie van economische waardering voor vastgoedfinanciers. Met de economische waarde is het mogelijk om inzicht te krijgen in de waarde in de toekomst en daarmee op de lange termijn. Deze waarde kijkt verder dan een crisis of een piek en dit geeft vastgoedinvesteerders een goed beeld of zij een object moeten aanhouden of afstoten en wat de risico's zijn in de toekomst. Bovendien kan de economische waarde ook worden gebruikt als een hulpmiddel bij het nemen van investeringsbeslissingen. Vastgoedfinanciers kunnen economische waarde gebruiken om te bepalen welke vastgoedprojecten de beste potentiële rendementen opleveren en welke projecten qua risicomanagement beter in kaart gebracht kunnen worden met oog op de toekomst.

In het algemeen kan het gebruik van economische waarde als een maatstaf voor vastgoedwaardering helpen om een nauwkeuriger beeld te krijgen van de werkelijke waarde



van vastgoedprojecten, waardoor vastgoedfinanciers betere beslissingen kunnen nemen en hun risico's beter kunnen beheren.

In 2016 heeft Susanne Overes haar scriptie geschreven aan de ASRE over economisch waarden. Het onderwerp is hier specifiek gericht op de jaarverslaggeving. In deze scriptie is beschreven wat economisch waarden inhoudt en hoe dit relevant is voor de jaarverslaggeving. Aan het einde van het scriptie noemt zij enkele vervolgvragen, waarop de onderzoeksvraag zoals bij H1.4 op gebaseerd is. Deze company research paper is een aanvulling op de reeds bestaande literatuur, zoals de scriptie van Susanne Overes, boeken van Tom Berkhout en overige relevante literatuur.

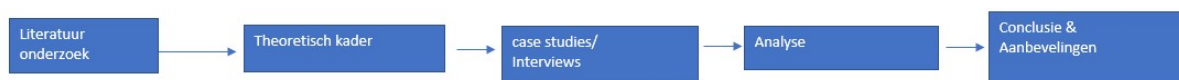
## 1.6 Conceptueel model

Het onderzoek dat wordt uitgevoerd valt in te delen in het type verkennend onderzoek (Baarda et al., 2014). Eén van de mogelijkheden van verkennend te werk gaan is kwalitatief onderzoek. Het doel van verkennend onderzoek is het ontwikkelen en formuleren van een theorie. Er heeft reeds een literatuuronderzoek plaats gevonden om een goed beeld te krijgen van het onderwerp.

Wat betreft dit onderzoek worden de volgende onderzoeksmethoden gehanteerd (zie figuur 1 voor stapsgewijze weergave). Literatuuronderzoek: Hierbij kan de onderzoeker literatuur bestuderen over de relatie tussen economische waarde en vastgoedfinanciering. Hierbij kan de onderzoeker gebruik maken van academische tijdschriften, boeken en rapporten van brancheorganisaties.

Interviews: Interviews met vastgoedfinanciers kunnen helpen om hun perspectief te begrijpen over de relevantie van het begrip economische waarde in hun werk en hoe het hen helpt bij het nemen van financieringsbeslissingen.

Case studies: Door middel van case studies kunnen specifieke voorbeelden van vastgoedprojecten worden bestudeerd en kan worden geanalyseerd hoe de economische waarde zou kunnen bijdragen aan de besluitvorming over de financiering van het project (Baarda, et al., 2018).



Figuur 1: Structuur onderzoeksmethode (eigen bewerking 2023)

## 1.7 Afbakening

In dit hoofdstuk zal de afbakening van het onderzoek naar de relatie tussen economisch waarden en risico-inschatting voor vastgoedfinanciers bij commercieel vastgoed worden beschreven.

In het onderzoek zal worden ingegaan op de rol van vastgoedfinanciers, in het bijzonder banken die onder het akkoord van Basel vallen, bij het financieren van commercieel vastgoed. Hierbij wordt ook gekeken naar de huidige methoden van risico-inschatting die door deze financiers worden gehanteerd.

Het onderzoek richt zich vervolgens op de relatie tussen economisch waarden en risico-inschatting bij vastgoedfinanciers. Hierbij wordt gekeken naar de theoretische achtergrond van economisch waarden en hoe deze waarderingsmethode kan bijdragen aan een betere

risico-inschatting voor vastgoedfinanciers. Ook wordt er gekeken naar de praktische toepassing van economisch waarden bij vastgoedfinanciers en hoe dit kan worden geïntegreerd in de bestaande methoden van risico-inschatting.

Het onderzoek richt zich specifiek op banken die onder het akkoord van Basel vallen, omdat deze banken een belangrijke rol spelen bij het financieren van commercieel vastgoed en omdat zij gebonden zijn aan specifieke regels en richtlijnen met betrekking tot risico-inschatting. Door deze afbakening kan er dieper worden ingegaan op de relatie tussen economisch waarden en risico-inschatting bij deze banken.

De definitie van economisch waarden (Overes, 2016) is als volgt: *'De waarde van vastgoed op een waarderingsmoment, uitgaande van de positie van een beschouwend subject, gebaseerd op te verwachten vrije geldstromen en te verwachten marktontwikkelingen en risico's, waarbij wordt geabstraheerd van de huidige prijsvorming'*. De definitie van economisch waarden zal verder behandeld worden in hoofdstuk drie.

## **1.8 Leeswijzer**

In deze company research paper wordt gestart met het theoretisch kader. In hoofdstuk twee worden de taxatiemethodieken en waardebegrippen toegelicht die relevant zijn voor vastgoedfinanciers. Vervolgens wordt in hoofdstuk drie economisch waarden toegelicht en welk toepassingsbereik deze waarderingsmethodiek heeft. Hoofdstuk vier beschrijft het risicomangement van de banken die onder de Basel regelgeving vallen en welke rol economisch waarden op basis van de theorie kan spelen. In hoofdstuk vijf wordt de onderzoeksmethodologie toegelicht specifiek voor de case study en de interviews. In hoofdstuk zes wordt een case study uitgevoerd omtrent het economisch waarden wat als input dient voor de interviews. In hoofdstuk zeven en acht wordt verslag gedaan van het praktijkonderzoek van het company research paper. In het laatste hoofdstuk, hoofdstuk tien, wordt niet alleen de hoofdvraag beantwoord, maar worden ook de mogelijke implementatiemogelijkheden van economisch waarden voor Dynamis Taxaties Nederland beschreven.

## 2. Taxatiemethoden en waardebegrippen

### 2.1 Inleiding

Het bepalen van de waarde van vastgoed is een complex proces en vereist gedegen kennis van verschillende taxatiemethoden en waardebegrippen. Commerciële taxaties zijn van cruciaal belang bij het nemen van belangrijke beslissingen zoals het aan- of verkopen van vastgoed, het verkrijgen van financiering of het bepalen van de huurprijs. In dit hoofdstuk wordt er een uitleg gegeven over de diverse taxatiemethoden en waardebegrippen die gebruikt worden bij commerciële taxaties. Er wordt ingegaan op de verschillende factoren die van invloed zijn op de marktwaarde van vastgoed en hoe deze factoren worden meegenomen in de taxatie. Door een goed begrip van deze taxatiemethoden en waardebegrippen kunnen vastgoedeigenaren, investeerders, financiële instellingen en andere belanghebbenden weloverwogen beslissingen maken met betrekking tot vastgoedtransacties. Hierna zullen, gebaseerd op van Arnhem, Berkhout, & ten Have (2013), in hoofdlijnen de belangrijkste taxatiemethoden worden besproken. De kenmerken die in dit hoofdstuk zijn besproken, worden gebruikt als onderdeel van het beoordelingskader in dit onderzoek naar de relevantie van de economische waarde voor de vastgoedfinancier.

### 2.2 Taxatie methoden

Er zijn verschillende taxatiemethoden die gebruikt worden bij commercieel vastgoed. De diverse methoden zijn in drie deel categorieën te verdelen: de comparatieve methode, de inkomstenmethode en de kostenmethode. Elke methode heeft meerdere deelmethode die praktisch toepasbaar zijn. Hieronder worden de drie methoden beschreven.

#### **Comparatieve methode**

De comparatieve methode zoals ook beschreven door van Arnhem, et al., (2013), een veelgebruikte methode bij vastgoedtaxaties, vooral bij de taxatie van woningen en appartementen, maar ook bij commercieel vastgoed. Bij deze benadering wordt de marktwaarde van het vastgoed vastgesteld door het te vergelijken met vergelijkbare vastgoedobjecten die recent zijn verkocht. Hierbij wordt gekeken naar factoren zoals ligging, grootte en staat van onderhoud. De comparatieve methode wordt ook wel de vergelijkingsmethode genoemd. Het is een relatief eenvoudige methode die gebaseerd is op de veronderstelling dat vergelijkbare vastgoedobjecten een vergelijkbare marktwaarde hebben. Deze methode wordt vaak toegepast bij de taxatie van woningen en appartementen, omdat deze objecten relatief uniform zijn en gemakkelijker met elkaar te vergelijken zijn. Bij commercieel vastgoed kan het lastiger zijn om vergelijkbare objecten te vinden, omdat commercieel vastgoed vaak unieker is en complexere eigenschappen heeft. Bij de comparatieve methode wordt eerst een vergelijking gemaakt tussen het te taxeren vastgoedobject en vergelijkbare objecten die recentelijk zijn verkocht. Deze vergelijkbare objecten worden ook wel referentieobjecten genoemd. De taxateur gaat hierbij op zoek naar objecten die qua ligging, grootte, kwaliteit en functionaliteit zoveel mogelijk overeenkomen met het te taxeren object. Vervolgens worden de verkoopprijzen van deze referentieobjecten geanalyseerd en aangepast voor eventuele verschillen tussen de objecten. Bij de vergelijking tussen het te taxeren object en de referentieobjecten wordt gelet op verschillende factoren, zoals:

- Ligging: Is het te taxeren object gelegen op een vergelijkbare locatie als de referentieobjecten? Is het bijvoorbeeld gelegen in dezelfde buurt of straat?
- Grootte: Is het te taxeren object qua grootte vergelijkbaar met de referentieobjecten? Is het bijvoorbeeld even groot of kleiner/groter?
- Kwaliteit: Is de kwaliteit van het te taxeren object vergelijkbaar met de kwaliteit van de referentieobjecten? Is het bijvoorbeeld in dezelfde staat van onderhoud?
- Functionaliteit: Is de functionaliteit van het te taxeren object vergelijkbaar met die van de referentieobjecten? Bij commercieel vastgoed wordt bijvoorbeeld gelet op de geschiktheid voor de beoogde functie.

Wanneer de vergelijkingsanalyse is uitgevoerd, worden de verkoopprijzen van de referentieobjecten aangepast voor eventuele verschillen met het te taxeren object. Hierbij kan gedacht worden aan factoren zoals de staat van onderhoud, de ligging en de grootte van het object. Deze aanpassingen worden ook wel correcties genoemd. Het gemiddelde van de aangepaste verkoopprijzen van de referentieobjecten vormt vervolgens de geschatte marktwaarde van het te taxeren object (van Arnhem, et al., 2013). Het is belangrijk om te benadrukken dat de comparatieve methode niet altijd geschikt is voor alle vastgoedobjecten.

### **Inkomstenmethode**

De inkomstenmethode zoals ook beschreven door van Arnhem, et al., (2013), is een veelgebruikte methode bij vastgoedtaxaties, met name bij commercieel vastgoed zoals kantoren, winkelpanden en industriële gebouwen. Bij deze benadering wordt de marktwaarde van het vastgoed vastgesteld op basis van de verwachte toekomstige inkomsten die het object kan genereren. (van Arnhem, et al., 2013).

De inkomstenmethode is opgedeeld in drie stappen:

- Bepalen van de toekomstige inkomsten: Bij deze stap wordt gekeken naar de verwachte huurinkomsten die het vastgoedobject in de toekomst kan genereren. Hierbij wordt rekening gehouden met factoren zoals de bezettingsgraad van het object, de huurprijzen van vergelijkbare objecten en de verwachte huurstijgingen of -dalingen in de markt.
- Contant maken van de toekomstige inkomsten: Bij deze stap worden de toekomstige inkomsten contant gemaakt naar hun huidige waarde. Dit wordt gedaan, omdat geld in de toekomst minder waard is dan geld in het heden. Door de toekomstige inkomsten contant te maken, wordt de huidige waarde van deze inkomsten bepaald.
- Bepalen van de marktwaarde van het vastgoedobject: Bij deze laatste stap wordt de waarde van het vastgoedobject bepaald op basis van de contant gemaakte toekomstige inkomsten. Deze waarde wordt ook wel de netto contante waarde (NCW) genoemd. Bij de berekening van de NCW wordt rekening gehouden met factoren zoals de resterende levensduur van het vastgoedobject, de kosten voor onderhoud en reparaties en de marktomstandigheden.

Bij de inkomstenmethode wordt vaak gebruik gemaakt van een zogenaamde *discount rate*, ook wel de kapitalisatiefactor genoemd. Dit is het rendement dat de investeerder of eigenaar van het vastgoedobject wil behalen op zijn investering. De discount rate is afhankelijk van de risico's die verbonden zijn aan de investering zoals het risico op leegstand, het risico op huurderoving en het algemene economische risico. Hoe hoger het risico, hoe hoger de discount rate zal zijn (van Arnhem, et al., 2013).

## Kostenmethode

De kostenmethode zoals ook beschreven door van Arnhem, et al., (2013), is een veelgebruikte methode bij vastgoedtaxaties, vooral bij woningen en andere objecten waarvoor geen huurinkomsten worden gegenereerd. Deze methode maakt gebruik van de kosten die nodig zijn om een vergelijkbaar object te vervangen of te bouwen, waarbij rekening wordt gehouden met degradatie en veroudering van het bestaande object.

De kostenmethode is opgedeeld in drie stappen:

- Bepalen van de herbouwkosten: Bij deze stap wordt er een berekening gemaakt op basis van de kosten die gemaakt moeten worden om een vergelijkbaar object te vervangen of te bouwen. Hierbij wordt rekening gehouden met factoren zoals de bouwkosten per vierkante meter, de kosten voor het bouwrijp maken van de grond, de bouwvergunningen en andere kosten die nodig zijn om het object te bouwen of te vervangen.
- Aftrekken van de verouderings- en slijtagekosten: Bij deze stap worden de herbouwkosten gecorrigeerd voor de veroudering en slijtage van het bestaande object. Hierbij wordt gekeken naar factoren zoals de leeftijd van het object, de staat van onderhoud en reparatie en andere factoren die van invloed zijn op de marktwaarde van het object.
- Bepalen van de marktwaarde van het vastgoedobject: Bij deze laatste stap wordt de marktwaarde van het vastgoedobject bepaald op basis van de gecorrigeerde herbouwkosten. Hierbij wordt rekening gehouden met factoren zoals de ligging en omgeving van het object, de marktomstandigheden en andere factoren die van invloed zijn op de marktwaarde van het object.

Het is belangrijk om te benadrukken dat de kostenmethode niet altijd geschikt is voor alle vastgoedobjecten. Bijvoorbeeld bij commercieel vastgoed, kan de marktwaarde van het object bepaald worden op basis van de huurinkomsten die het kan genereren, wat de inkomstenmethode geschikter maakt. Daarnaast kan de marktwaarde van een object ook beïnvloed worden door andere factoren, zoals de locatie en de aanwezigheid van specifieke voorzieningen. Daarom wordt de kostenmethode vooral toegepast bij woningen, andere objecten waarvoor geen huurinkomsten worden gegenereerd, maar ook gebruikt voor andere waarderingsdoeleinden van Arnhem, et al., (2013).

## 2.3 Waardebegrippen

Bij taxaties van commercieel vastgoed worden verschillende waardebegrippen gehanteerd die relevant zijn voor het bepalen van de marktwaarde van het vastgoed. De marktwaarde is het meest dominante waardebegrip, maar er bestaat een grote diversiteit aan andere waardebegrippen. Om de waardebegrippen beter te kunnen begrijpen zijn het *Worth-concept* en *Value-concept* van belang. Vervolgens worden de meest gebruikte waardebegrippen toegelicht, ook worden alternatieve waardebegrippen beschreven, waaronder het lange termijn waarden. De beschreven waardebegrippen zijn gebaseerd op het werk van Arnhem, Berkhout en Ten Have (van Arnhem, et al., 2013).

### Worth-concept

Dit concept gaat over de waarde van een vastgoedobject, maar dan specifiek over de waarde die het object vertegenwoordigt voor de eigenaar. Het is dus niet alleen de waarde

op de markt, maar ook de waarde die het object heeft voor de persoon of organisatie die het bezit. De worth-waarde kan afwijken van de marktwaarde, omdat deze afhangt van de specifieke omstandigheden van de eigenaar. Bijvoorbeeld als een bedrijf een pand bezit dat cruciaal is voor de bedrijfsvoering, kan de worth-waarde hoger zijn dan de marktwaarde. Dit komt omdat het bedrijf afhankelijk is van het pand en er hoge kosten aan verbonden zijn als het pand verloren gaat. Om deze reden is het voor vastgoedtaxateurs belangrijk om niet alleen naar de marktwaarde te kijken, maar ook naar de worth-waarde. Door een goed begrip te hebben van de specifieke omstandigheden van de eigenaar en hun afhankelijkheid van het vastgoedobject kunnen taxateurs een waarde vaststellen die nauwkeuriger weergeeft wat het object voor de eigenaar waard is. Het leidende beginsel hierbij is profijtelijkheid (van Arnhem, et al., 2013).

### **Value-concept**

Het value-concept gaat over de waarde die een object verkrijgt als de mogelijkheid bestaat om het te ruilen. Ook wel bekend als de verkoopwaarde of marktwaarde. Het idee van het value-concept in verhouding tot het worth-concept is dat het extern gericht is. Het gaat er hier niet om wat de eigenaar met het object doet, maar wat een koper met het object wil doen en wat deze persoon hier voor over heeft. Het leidende beginsel hierbij is marktconformiteit. Voorheen werd er in de literatuur een onderscheid gemaakt tussen het value en worth concept, maar heeft de International Valuation Standards (hierna: IVS) dit verschil laten varen. Waarbij taxeren en waarden gelijk aan elkaar gezet zijn (van Arnhem, et al., 2013).

### **Marktwaarde**

De marktwaarde is zoals eerder beschreven in de inleiding van dit hoofdstuk het meest dominante waardebegrip gebruikt door taxateurs. De marktwaarde is een begrip dat past binnen het value-concept (van Arnhem, et al., 2013).

De marktwaarde wordt als volgt gedefinieerd: *“De marktwaarde is het geschatte bedrag waartegen een object zou worden overgedragen op de waardepeildatum tussen een bereidwillige koper en een bereidwillige verkoper in een zakelijke transactie, na behoorlijke marketing waarbij de partijen met kennis van zaken, prudent en niet onder dwang zouden hebben gehandeld”* (van Arnhem, et al.2013). Het waardebegrip is overgenomen van de IVS en door diverse organisaties overgenomen zoals de waarderingskamer, NVM, RICS.

De marktwaarde is een geschatte prijs van een theoretische transactie, maar voornamelijk ook een momentopname van de markt. Er wordt weliswaar rekening gehouden met de toekomst door bijvoorbeeld de toekomstverwachtingen mee te nemen in een *discounted cash flow model* (DCF-model). Met de momentopname wordt bedoeld een transactie vandaag, de peildatum.

De huidige regelgeving/taxatiestandaarden maken het onmogelijk om een waardepeildatum in de toekomst te nemen, omdat het onmogelijk is om de toekomst te kennen. De marktwaarde beperkt zich tot de waardepeildatum van vandaag. Verderop in deze company research paper zal wel gekeken worden naar toekomstige waardepeildata bij de lange termijnwaarderingen.

## **Overige waardebegrippen**

De marktwaarde heeft een zeer dominant karakter in de Nederlandse taxatiewereld, aangezien dit begrip verplicht te hanteren is voor bijvoorbeeld taxaties voor financiering (European Banking Authority, 2014). Er zijn andere waardebegrippen te definiëren, die minder vaak gebruikt worden.

## **Vermogenswaarde**

De vermogenswaarde geeft uitdrukking aan het worth-concept. De IVS noemt dit begrip weliswaar ook *investment value*. Maar wordt ook wel uitgedrukt als beleggingswaarde. De IVS definieert vermogenswaarde als volgt: "*Vermogenswaarde is de waarde van een object voor een bepaalde eigenaar of toekomstige eigenaar als individuele belegging of voor bedrijfsdoeleinden*" (IVSC, 2020).

Dit waardebegrip is als het ware intern gericht en ziet meer toe op de gebruiker/eigenaar van het vastgoed. Van belang voor dit waarde begrip is, welke plaats dit vastgoed neemt in de portefeuille van de eigenaar. Het leidende waarderingsbeginsel hierbij is de verdienstelijkheid. De vermogenswaarde is een begrip dat past binnen het worth-concept.

## **Reële waarde:**

De reële waarde is een minder gangbaar begrip voor financiers en wordt conform de IVS als volgt gedefinieerd: "*Reële waarde is de geschatte prijs voor de overdracht van een object tussen geïnformeerde en bereidwillige partijen, die de respectievelijke belangen van die partijen weerspiegelt*" (IVSC, 2020). Bij de marktwaarde wordt er niet gekeken naar de voordelen die verkoper en koper hebben bij de verkoop van een object, aangezien de markt hier niet op dezelfde wijze naar kijkt. Bij de reële waarde wordt wel naar de voordelen gekeken voor de koper en/of verkoper. Als voorbeeld hiervan kan de prijs worden genomen die wordt vastgesteld wanneer een huurder en verhuurder het gehuurde aan elkaar overdragen.

## **Waardebegrippen voortkomend uit wet en regelgeving:**

De waarde van vastgoed op de markt wordt bepaald door een vastgoedtaxateur. De taxateur schat de marktwaarde van een object door gebruik te maken van vergelijkbare verkoopcijfers van diverse panden (idealiter minimaal drie) en houdt rekening met verschillen in zowel primaire als secundaire kenmerken van de objecten, aangezien vastgoed van nature heterogeen is. Op deze manier komt de taxateur tot een schatting van de marktwaarde op een specifieke waardepeildatum. Het betreft hier een specifiek geldbedrag dat de marktwaarde vertegenwoordigt op een bepaalde datum gebaseerd op een fictief transactiemoment. Het belang van de marktwaarde neemt toe, onder andere door de Europese Centrale Bank (ECB) en *The European Group of Valuers' Associations*. Vanaf juli 2021 moet bijvoorbeeld zorgvastgoed worden getaxeerd op basis van de marktwaarde, in plaats van de veelgebruikte WOZ-waarde in het verleden. Het gebruik van vergelijkbare referentieverkopen, ook wel "*comparables*" genoemd, wordt steeds belangrijker bij het bepalen van de marktwaarde van vastgoed, zowel in Nederland als in andere Europese landen (Berkhout et al., 2018)

De eerder genoemde waardebegrippen worden toegepast in de markt, bij adviesverlening en informatieverstrekking aan financiers van vastgoed, kopers, verkopers en andere betrokken partijen. Er zijn een groot aantal andere waardebegrippen die voortkomen uit de wet- en

regelgeving. Deze waardebegrippen liggen buiten de reikwijdte van deze company research paper en zullen niet verder toelicht worden. Enkele voorbeelden hiervan zijn: Actuele waarde, vervangingswaarde, opbrengstwaarde, bestemmingswaarde, inbrengwaarde en sloopwaarde.

### **Lange termijn waardebegrippen**

Naast de reguliere/bekende waardebegrippen zijn er diverse waardebegrippen door vastgoedprofessionals beschreven die vallen onder familie van langetermijnwaarden. Langetermijnwaarden beschrijven zoals de naam al zegt een waarde over een langere termijn, waar steeds meer behoefte aan was. Dit wil zeggen een waarde die los staat van de volatiliteit van bijvoorbeeld een marktwaarde (Berkhout, 2019). Ondanks de wens voor dergelijk langetermijnwaarden, was er wel weerstand. In het Mallinson Report van 1994 (RICS, 1994) werd de term 'langetermijnwaarde' onderzocht en daaruit bleek dat het waarderen van activa op een andere basis dan de marktwaarde voor verwarring zou kunnen zorgen. Als gevolg van deze mogelijke verwarring adviseerde de commissie van de Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) om het concept niet verder te ontwikkelen voor het taxatieboek van de RICS. In een andere studie, uitgevoerd door Stork & Humphries (Stork & Humphries, 1996), werd het concept van 'langetermijnwaarde' besproken en beschouwden ze de 'bestendige waarde op lange termijn' als een instrument dat als back-up kan dienen voor geldschietters. Hoewel er wel behoefte was aan een stabiele waarde op lange termijn, was er terughoudendheid vanwege de subjectiviteit en verschillen tussen taxateurs.

Binnen de groep toezichthouders van financiële instellingen begint langetermijnwaarderen (L-TV) geleidelijk aan meer aandacht te krijgen. Daar wordt het volgende over gezegd: Langetermijnwaarde of prudentiële waarde is een concept dat is geïnspireerd op een *value-at-risk*-benadering die inherent is aan elk kader voor banktoezicht dat gericht is op het dekken van lange termijn hypotheekblootstellingen van banken gedurende hun hele levensduur door middel van stabiele zekerheidswaarden. Er zijn aanwijzingen dat vastgoedmarkten cyclisch zijn en gecorreleerd met economische cycli, waardoor neerwaartse trendscenario's soms worden geactiveerd of versterkt (Property Industry Alliance, 2017). De L-TV wijkt af van de marktwaarde die is gekoppeld aan een bepaalde peildatum en weerspiegelt het hoogste en beste gebruik van een actief (hierna: onroerend goed). In tijden van marktpieken/speculatie vertalen marktwaarden zich in gemaximaliseerde waarden aan de bovenkant van de curve, zolang ze redelijkerwijs verkrijgbaar zijn. Met andere woorden, ze houden rekening met de gehele reikwijdte van marktvolatiliteit. De L-TV-benadering daarentegen is gebaseerd op een stabielere waarde die ervoor zorgt dat de blootstellingen van de banken onder alle marktomstandigheden met een redelijk hoge waarschijnlijkheid worden gedekt, dat wil zeggen ook tijdens recessiescenario's met dalende prijzen. De focus ligt op de correlatie tussen de waarde van het onderpand van onroerend goed en de financiële waarde stabiliteit van de markt. De langetermijnwaardebenadering trok onlangs wereldwijde aandacht vanwege het nieuwe '*prudent value*'-concept, geïntroduceerd door het Bazels Comité voor Banktoezicht (BCBS) en gepubliceerd aan het einde van 2017. De grondgedachte van dit concept is geïnspireerd op de principes van de Duitse *Mortgage lending value* (Berkhout, 2019). Er zijn diverse lange termijn waarderingstermen die allemaal hetzelfde doel hebben: het vaststellen van een stabiele waarde van vastgoed op de lange termijn die niet voortdurend verandert. Hoewel de terminologie verschilt, is de essentie steeds hetzelfde. De diverse begrippen worden verder toegelicht.



## Hypotheek waarde (Mortgage Lending Value)

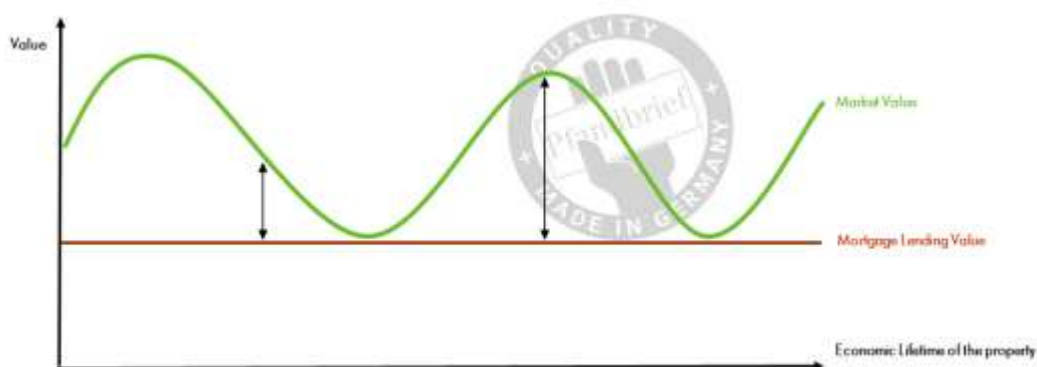
De Mortgage Lending Value (MLV) net als de langetermijnwaarde vertoont samenhang met elkaar en worden dan ook op een enigszins vergelijkbare manier gebruikt. Met name de MLV wordt voornamelijk toegepast bij het waarderen van vastgoed voor lange termijn financieringen. De EVS beschrijft de definitie van MLV als volgt:

*“The value of immovable property as determined by a prudent assessment of the future marketability of the property taking into account long-term sustainable aspects of the property, the normal and local market conditions, the current use and alternative appropriate uses of the property”* (Tegova, European Valuation Standards, 2020).

Met andere woorden, de getaxeerde waarden moeten overeenkomen met de prijs die normaal gesproken gedurende een lange periode in stabiele omstandigheden voor het vastgoed zou worden betaald.

Het concept van de MLV is in sommige Europese landen van bijzonder belang in het kader van langetermijnleningen (RICS, 2018). Het is een *value at-risk* benadering om de risicoblootstelling van kredietinstellingen te beheren.

MLV wordt door banktoezichthouders opgevat als een tool voor risicobeheer waar alleen duurzame aspecten van het onroerend goed op de lange termijn zijn meegenomen en er wordt geen rekening gehouden met speculatieve elementen (Tegova, European Valuation Standards, 2020). In Figuur 2 wordt de ideale relatie tussen marktwaarde en MLV weergegeven.



Figuur 2: Verhouding tussen MLV en marktwaarde (Wesselink, 2015)

## Bestendige vermogenswaarde

De taxatierichtlijn EGVN (Tegova, European Valuation Standards, 2016) behandelt concepten zoals de *'Sustainable Net Asset Value'* en *'Sustainable Asset Value'* in het kader van vastgoedsecuritisatie. Deze termen worden in het Nederlands vertaald als 'duurzame netto intrinsieke waarde' en 'duurzame vermogenswaarde'. Vastgoedsecuritisatie omvat het proces waarbij activa gerelateerd aan vastgoed worden omgezet in verhandelbare effecten door het bundelen van schulden of vermogensbelangen die verbonden zijn aan vastgoed. Door het bundelen worden deze effecten geschikt gemaakt voor verhandeling op de financiële markten.

De EVGN taxatierichtlijn is relevant voor vastgoedtaxaties die betrekking hebben op de waardering van deze effecten. Vastgoedtaxaties zijn van essentieel belang voor vastgoedsecuritisatie, aangezien beleggingsbeslissingen afhangen van het vermogen van

een vastgoedobject om op lange termijn inkomsten te genereren. Het taxatieproces speelt hierbij een cruciale rol. Bij het uitvoeren van taxaties moet de taxateur verschillende aspecten in kaart brengen, waaronder marktwaarden, (netto) vermogenswaarden van een vastgoedportefeuille, evenals bijbehorende vastgoed en marktrisico's. Sustainable (Net) Asset Value wordt gedefinieerd als: “*De duurzame waarde die een actief naar verwachting op lange termijn zal krijgen of behouden*” (Tegova, European Valuation Standards, 2016).

### **Stabiele waarde**

De gestabiliseerde waarde van vastgoed is gebaseerd op langdurige normale economische omstandigheden en houdt geen rekening met uitzonderlijke schommelingen in vraag en aanbod als gevolg van bijzondere economische tijden, zoals hoogconjunctuur of laagconjunctuur, en afwijkende inflatie (zowel hoog als laag). Het uitgangspunt is dat de kosten en verkoopprijs niet hoger zullen zijn dan de waarde op de lange termijn, gebaseerd op een normale economische situatie. Bij het bepalen van de gestabiliseerde waarde worden diverse aannames over de lange termijn in overweging genomen. Deze aannames zijn gericht op de lange termijn gezien de economische levensduur van het project, waardoor korte termijn economische omstandigheden niet relevant zijn voor de waardebepaling. Met andere woorden, hoewel korte-termijn economische omstandigheden aanzienlijk kunnen zijn, hebben ze op de lange termijn een verwaarloosbaar effect op de gestabiliseerde waarde van het project (RICS, 1994).

### **Bestendige langetermijnwaarde**

In 2018 ontwierp en publiceerde het *Long-Term Sustainable value Network* de *Long-Term Sustainable value* (L-TSV). De L-TSV is als tool te gebruiken voor het risicobeheer.

De L-TSV wordt bepaald na een grondige evaluatie van diverse factoren waaronder:

- Verhandelbaarheid in toekomst
- Marktomstandigheden, lokaal en landelijk
- Het huidige gebruik en overige gebruiksmogelijkheden

Het idee van de L-TSV is dat deze methode inzicht geeft in de mogelijke verkoopopbrengst van een object over een langere periode. Hierbij wordt geen rekening gehouden met economische omstandigheden of andere niet duurzame factoren die een schommeling in de waarde kunnen veroorzaken. Het uitgangspunt is dat de L-TSV rekening houdt met marktomstandigheden in normale situaties en wordt gebaseerd op specifieke aannames over een langere periode (Long-Term Sustainable value network, 2018).

## **2.4 Deelconclusie**

Er is een grote diversiteit aan waardebegrippen. De waardebegrippen in dit hoofdstuk zijn beperkt tot de meest gebruikte reguliere waardebegrippen en de tot nu toe in literatuur voorkomende lange termijn waardebegrippen (L-TV). Het idee van de L-TV staat in vergelijking met de marktwaarde nog in de beginfase. Diverse belanghebbenden, waaronder financiers en beleggers, tonen interesse in een bredere benadering dan uitsluitend de marktwaarde. Op dit moment is er nog geen consensus bereikt over de keuze van een langetermijnwaarde-methode (L-TV). In Duitsland wordt al geruime tijd de MLV toegepast. In het volgende hoofdstuk wordt dieper ingegaan op de methode van economisch waarderen. Deze methode wordt weliswaar nog niet zoals de MLV in de praktijk gebruikt, maar wordt steeds vaker in de literatuur genoemd.

## 3. Toepassing economisch waarderen

### 3.1 Inleiding

In het voorgaande hoofdstuk is toegelicht welke diverse waardebegrippen er zijn en wat de definitie is van economisch waarderen. In dit hoofdstuk wordt uiteengezet wat economisch waarderen inhoudt, welke toepassingsmogelijkheden economisch waarderen heeft en hoe dit dient uitgevoerd te worden. Dit hoofdstuk is belangrijk om inzicht te krijgen in de werking van economisch waarderen en hoe deze methode van toepassing kan zijn voor de vastgoedfinancier.

### 3.2 Aanleiding voor lange termijn waarderingen

In december 2012 werd de commercieel vastgoedportefeuille van SNS Bank gewaardeerd op basis van de *Real Economic Value* (REV). De EC introduceerde deze waarde in de *Impaired Asset Communication* (IAC) als reactie op de marktverstoringen die optraden na de ineenstorting van Lehman Brothers. Deze ineenstorting leidde tot een verschil tussen de marktprijs van een activa en de intrinsieke waarde ervan. In een normale markt zou de marktprijs de intrinsieke waarde van activa moeten weerspiegelen. Om met deze marktfalen om te gaan, introduceerde de IAC het begrip REV, dat wordt gedefinieerd als de som van de contant gemaakte verwachte kasstromen. Deze kasstromen weerspiegelen de verliezen die men kan verwachten tijdens de levensduur van het vastgoed of een portefeuille. Maar er wordt geen rekening gehouden met bijvoorbeeld marktfalen. Hierbij wordt specifiek marktfalen bedoeld voortkomend door gebrek aan liquiditeit en/of risicomijdendheid (Boudghene & Maes, 2021). Eerder is in de aanleiding van deze company research toegelicht wat één van de eerste situaties was waarin het lange termijn waarderen op grote schaal werd toegepast. Namelijk een taxatie via de marktwaarde methodiek van de vastgoedportefeuilles op dat moment zou eventueel kunnen leiden tot aanzienlijke waardeverminderingen bij financiële instellingen, met potentieel schadelijke effecten op de Nederlandse economie. Na de kredietcrisis is er verdere invulling gegeven aan het thema economisch waarderen voor taxateurs. Onder diverse actoren is er behoefte aan meer kennis en inzicht in deze waarderingmethodiek, voornamelijk bij financiers, toezichthouders en beleggers (Nyenrode, 2017). Daarnaast blijkt uit onderzoek dat het systeemrisico van banken na de financiële crisis niet substantieel is afgenomen. De mogelijkheid dat een macro-economische schok tot grote verliezen zal gaan leiden in de financiële sector blijft onveranderd hoog (Janssen & De Vries, 2020). In tijden van economische groei is er nauwelijks interesse voor andere methoden dan marktwaarde. Lange termijn waarderingen, zoals economische waardering, wekt doorgaans grotere belangstelling in periodes van crisis (Limmen, 2021).

### 3.3 Economisch waarderen

Economisch waarderen is een relatief onbekend begrip in Nederland. De literatuur omtrent dit onderwerp is beperkt. S. Overes (2016) beschrijft in haar MRE scriptie de definitie van economisch waarderen als volgt:

*De waarde van vastgoed op een waarderingmoment, 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'*

In het onderzoek noemt zij dit bestendig economisch waarderen, van belang is dat dit hetzelfde is als de term economisch waarderen zoals in deze company research paper wordt gehanteerd. Met bestendig wordt bedoeld de methode om deze waarde te bepalen. Van belang is dat de informatie wordt geobjectiveerd, dat wil zeggen dat de verkregen informatie vergelijkbaar moet zijn. Daarnaast dient er een verslag conform een bestendige manier te worden geschreven. Van belang is dat de houdbaarheid van deze methode op de lange termijn blijvend is.

Om de definitie beter te kunnen begrijpen worden enkele elementen hiervan toegelicht. De definitie van economisch waarderen is op basis van de scriptie van S. Overes (Overes, 2016) hieronder toegelicht.

Met een moment van waardering wordt bedoeld dat de economische waarde gebaseerd wordt op de contant gemaakte vrije geldstromen op  $t=0$ , maar ook op een waarde die voorspeld wordt op een willekeurig moment (bijvoorbeeld  $t=15$ ). Door te kiezen voor een specifiek moment van waardering kan rekening worden gehouden met de verwachtingen op dat moment. Besluitvormers kunnen inzicht krijgen in de voorspelde waardeontwikkeling voor komende jaren door deze te berekenen op een specifiek gekozen moment.

De waardering van een object hangt af van de positie en omstandigheden van de persoon die de waardering maakt. Als een ondernemer bijvoorbeeld de jaarrekening wil gebruiken om informatie te verstrekken over zijn vastgoedinvesteringen, zal hij sterk afhankelijk zijn van de financiële positie en algemene situatie van de onderneming bij het bepalen van de waarde ervan. Andere partijen zoals een potentiële koper, financier of belegger kunnen vanwege hun situatie of positie tot een andere waarde komen. Het is aan het subject die de waardering opstelt om een beschouwingsperiode te kiezen voor het bepalen van de waarde. Hoewel de keuze van de termijn voor de bepaling van de bestendige economische waarde minder belangrijk lijkt door de berekening van een eindwaarde, zal de eindwaarde toch variëren afhankelijk van de gekozen termijn.

Met het woord 'verwachten' wordt verwezen naar causale verbanden die nodig zijn om de waardering te kunnen onderbouwen. Zonder deze relaties zijn de voorspellingen niets meer dan losse aannames en hebben ze weinig waarde.

Met de term 'vrije geldstromen' wordt bedoeld dat de inkomende geldstromen die aan het vastgoed zijn gerelateerd worden verminderd met de uitgaande geldstromen die ook aan het vastgoed worden toegeschreven.

De te verwachten vrije geldstromen, marktontwikkelingen en risico's worden in eerste instantie bekeken vanuit het perspectief van het beschouwende subject. Er zijn bepaalde inputparameters die zoveel mogelijk geobjectiveerd moeten worden om een relevante waarde te verkrijgen zoals de conjunctuur of de renteontwikkeling. Deze objectivering kan worden bereikt door het extrapoleren van marktontwikkelingen uit het verleden en het gebruik van Monte-Carlo-simulaties om het risico te kwantificeren. Monte Carlosimulatie is een methode om een proces herhaaldelijk te simuleren met willekeurige variatie in de input. Deze benadering heeft voordelen ten opzichte van de volledig subjectieve benadering die voortvloeit uit het ondernemerschap. Dit voordeel geldt vooral voor de "tweedehands" vastgoedmarkt, waarbij het vastgoed gemakkelijk inwisselbaar is en een geordende, makkelijk toegankelijke en observeerbare markt heeft. Het vastgoed vertegenwoordigt een substantiële waarde onafhankelijk van de betreffende ondernemer.

Bij het bepalen van de bestendige economische waarde wordt er geen rekening gehouden met de huidige marktprijzen. Bij de marktwaarde wordt de prijs vastgesteld die momenteel onder de marktomstandigheden tot stand kan komen met een bereidwillige koper en verkoper. Het principe van vraag en aanbod speelt daarbij een rol. De bestendige economische waarde daarentegen richt zich op een waarde op langere termijn en houdt geen rekening met de prijs die op dit moment op de markt verkregen kan worden.

De methode om de bestendige economische waarde te berekenen, is vergelijkbaar met die voor de marktwaarde en bedrijfswaarde, waarbij toekomstige vrije geldstromen contant gemaakt worden. Het verschil tussen de bestendige economische waarde en bedrijfswaarde zit vooral in de mate waarin de input is geobjectiveerd. Het is belangrijk om verwachtingen en risico's zoveel mogelijk te objectiveren. In Figuur 3 zijn de verschillen tussen de criteria van de marktwaarde, bestendige lange termijnmarktwaarde en economische waarde opgenomen.

Criteria	1. Marktwaarde	2. Bestendige lange termijnmarktwaarde	3. Economische waarde
Waardepesdatum	$t_0$	$t_0$	$t_0$ t.m.
Prijs versus waarde	Prijs	Prijs op lange termijn (los van actuele marktwaarde)	Waarde
Actualiteit versus lange termijn	Actualiteit	Duurzame lange termijnspecten	Duurzame langetermijnspecten
Volatil, onjuctuurgevoelig, gevoelig voor korte termijn schakken	Ja	Nee. Normale omstandigheden	Nee
Type koper	Meest gerede koper	Meest gerede koper	Perspectief beschouwend subject
Waarderingsmethode	BAR/NAR in combinatie met DCF methode	BAR/NAR in combinatie met DCF methode	BAR/NAR in combinatie met DCF methode
Aanvangsrendement, disconteringsvoet	Aanvangsrendement + disconteringsvoet	Aanvangsrendement + disconteringsvoet	Aanvangsrendement + disconteringsvoet
Referenties/transacties	Actuele referenties (< 12 maanden)	1. Referenties nu ( $t_0$ ) en in het verleden ( $t_{-n}$ ) 2. Inschatting economie en vastgoedmarkt	1. Inschatting economie en Markt 2. Referenties nu ( $t_0$ ) en in het verleden ( $t_{-n}$ )
Huurinkomsten, markthuur, vrije geldstromen	Huurinkomsten contract / huurwaarde	Markthuurwaarde	Markthuurwaarde / vrije geldstromen
Beschouwingsperiode / termijn	10-15 jaar	7-30 jaar, afhankelijk van markt en object/flexibel	10-15 jaar, afhankelijk van markt en object/flexibel
Status	Alom bekend en goed bruikbaar, geaccepteerd	Werkdefinitie, aanbeveling taxatiestandaard	Geen, vrijlaten
Koop, verkoop, consolideren	Fictieve verkoop	Verkoop, lange termijn perspectief	Geen verkoop
Geobjectiveerde of subjectieve schatting	Subjectief met actuele referenties	Subjectieve, gemotiveerde schatting	Subjectieve, gemotiveerde schatting
Kennis taxateur / waardeerder	Goede kennis actuele markt(ontwikkelingen)	Diepgaande kennis markt(ontwikkelingen)	Diepgaande kennis markt- en economische (ontwikkelingen)
Onderbouwing	Uitgebreid, helder, volledig, transparant	Uitgebreid, helder, volledig, transparant	Uitgebreid, helder, volledig, transparant
Veronderstellingen / uitgangspunten	Feitelijk	Inschatting waardeerder	Inschatting waardeerder
Focus	Markt en referenties	Economie en markt	Economie, markt en business (model)
Lange termijn	Impliciet verdisconteerd in actuele referenties	Ja, herhaald het verleden zich?	Ja

Figuur 3: Criteria marktwaarde, bestendige lange termijnmarktwaarde en economische waarde (Berkhout et al., 2020)

### 3.4 Toepassingsbereik economisch waarden

Het economisch waarden heeft zijn bestaan te danken aan de business valuation. Van belang hierbij is dat niet zoals de marktwaarde wordt geredeneerd wat een vastgoedobject op dit moment op de markt kan opbrengen. Als waardeerder is het cruciaal om te waarden vanuit het perspectief van de opdrachtgever. Het subject van waardering en de bijbehorende toekomstige vrije geldstromen spelen hierbij een essentiële rol. In de huidige vorm biedt deze manier van waarden een grote vorm van vrijheid. Er zijn weliswaar definities beschreven, maar er wordt in de praktijkhandleiding Economisch waarden van vastgoed van Tom Berkhout (2019) geadviseerd deze definitie vrij te laten. De invulling hiervan dient te

gebeuren door de waardeerder en opdrachtgever. Ook is geadviseerd om economisch waarden niet in de taxatiestandaarden op te nemen, aangezien dit de vrije ruimte van de waardeerder te veel zou beperken. Het toepassingsbereik op basis van de eerder genoemde aspecten beperkt zich tot vastgoed waar sprake is van toekomstige, vrije geldstromen.

Economisch waarden is daarmee een benadering voor een vastgoedtaxatie die wordt gebruikt om de waarde van een onroerend goed te bepalen op basis van de toekomstige inkomsten die het kan genereren. Het is een potentiële methode voor het waarden van commercieel vastgoed en kan worden gebruikt bij de aankoop, verkoop of financiering van dergelijke eigendommen. De toepassingsgebieden van economisch waarden voor vastgoedtaxaties zijn onder meer:

- Commercieel vastgoed: Deze methode wordt vaak gebruikt om de waarde van commerciële panden zoals kantoren, winkels, magazijnen en industriële gebouwen te bepalen.
- Investerings-eigendommen: Vastgoedbeleggers gebruiken deze methode om de waarde van investerings-eigendommen zoals appartementencomplexen en vakantiewoningen te bepalen.
- Ontwikkelingsprojecten: Deze methode kan worden gebruikt om de waarde van onroerend goed te bepalen dat wordt ontwikkeld voor toekomstig gebruik zoals een nieuw winkelcentrum of een kantoorgebouw.
- Inkomsten producerende eigendommen: Deze methode wordt vaak gebruikt om de waarde van inkomsten producerende eigendommen zoals parkeergarages, te bepalen.
- Vastgoedfinanciering: Banken en andere geldschieters kunnen theoretisch gezien deze methode gebruiken om de waarde van vastgoed te bepalen dat als onderpand wordt gebruikt voor een lening.

Economisch waarden kan worden toegepast op verschillende soorten vastgoed, zoals residentieel vastgoed en agrarisch vastgoed. Het meest voor de hand liggende gebruik is voor commercieel vastgoed (Berkhout et al., 2020). Het is van cruciaal belang voor (potentiële) vastgoedeigenaren, financiers en toezichhouders om een heldere visie te hebben op hoe de waarde van vastgoed en de prijzen zich op de lange termijn zouden kunnen ontwikkelen. Het toekennen van een specifiek cijfer aan deze langetermijnwaarde is van groot belang, aangezien het helpt bij het nemen van beslissingen over het aanhouden, verkopen of financieren van vastgoed (Berkhout, 2019).

### **3.5 Rapportage vereisten**

Het Nederlands Register Vastgoed Taxateurs (NRVT) heeft in haar regels en praktijkrichtlijnen richtlijnen gegeven voor het opstellen van vastgoedwaarderingsrapporten. Deze richtlijnen zijn grotendeels afkomstig van internationale taxatiestandaarden (IVS en EVS) en aanbevelingen van het Platform Taxateurs en Accountants. NVM Business heeft ook bijgedragen door vier praktijkrichtlijnen te publiceren die taxateurs helpen bij het voldoen aan deze normen. Hoewel deze richtlijnen nuttig zijn bij het opstellen van taxatierapporten, wordt er op een aantal aspecten gewezen die van belang kunnen zijn voor zowel de waardeerder als de opdrachtgever/gebruiker van het rapport. Deze aspecten kunnen helpen bij het aanvullen of aanpassen van bestaande sjablonen van taxatierapporten. Ten eerste wordt aangeraden om het rapport de titel 'Waardering' te geven om verwarring met marktwaardetaxaties te voorkomen. Bij waarderingsrapporten worden namelijk zelf gekozen uitgangspunten en aannames gebruikt, waardoor het rapport veel subjectieve elementen

bevat. Ten tweede is het belangrijk om te beschrijven vanuit welk perspectief de economische waarde wordt bepaald en over welke termijn de waarde wordt berekend. De opdrachtgever moet hierbij aanwijzingen en informatie geven, idealiter in overleg met de waardeerder. De waarde hierin is namelijk afhankelijk van de situatie en positie van het subject die deze waardering uitvoert. Partijen kunnen verschillende percepties hebben over de toekomst en toekomstige risico's. Ten derde moeten disclaimers worden opgenomen om duidelijk te maken dat de gerapporteerde waarde subjectief is en gebaseerd is op toekomstverwachtingen. De waarde is sterk afhankelijk van de gehanteerde veronderstellingen en uitgangspunten, de gehanteerde waarderingsmethoden en de variabelen die in deze methoden zijn opgenomen. Toekomstgerichte informatie is onzeker en er kan geen garantie worden gegeven over de realisatie van toekomstige (financiële) ontwikkelingen zoals gepresenteerd in het rapport. Ten slotte moet de waardeerder duidelijk maken welke gegevens door de opdrachtgever zijn verstrekt en in hoeverre deze gegevens zijn geanalyseerd en gecontroleerd op juistheid en er moet worden benadrukt dat de waardeerder niet de juistheid en volledigheid van deze informatie garandeert (Berkhout et al., 2020). De taxateur moet voor het volgende zorgen:

- De waardering van het vastgoed is subjectief en gebaseerd op de inschatting van zowel de waardeerder als de opdrachtgever.
- Aannames, uitgangspunten en scenario's (overigens raad het PTA 'Good practices' het gebruik van scenario's aan in taxaties (Platform Taxateurs en Accountants, 2013)) die zijn gebruikt in de waardering kunnen afwijken van de opvattingen van de opdrachtgever.
- Controleer of er specifieke instructies aan de waardeerder zijn gegeven of bijzondere uitgangspunten moeten worden meegenomen.
- Zorg ervoor dat alle gebruikte bronnen zoals contracten, jaarrekeningen, gegevens van de opdrachtgever, interne onderzoeken en marktgegevens, in de bijlage worden vermeld.
- Vergeet niet om gespreksverslagen en de namen van de aanwezigen te vermelden als onderdeel van de gebruikte bronnen.
- Onderzoek of andere experts betrokken zijn bij de waardering en vermeld hun rol en bevindingen indien van toepassing.
- De waardering richt zich primair op het vastgoed en niet op de beoordeling van het bedrijf. Managementprestaties kunnen wel een rol spelen in de waardering.
- Specificeer of de waardering betrekking heeft op een vastgoedportefeuille of individuele objecten.
- Overweeg dat factoren zoals synergie, risicospreiding, fiscale en financieringsaspecten van invloed kunnen zijn op de waardering.
- Verduidelijk welke interne en externe gegevens zijn gebruikt bij het opstellen van de prognoses.
- Bespreek de toegepaste waarderingsmethoden, zoals BAR (Bruto Aanvangsrendement), NAR (Netto Aanvangsrendement) en DCF (Discounted Cash Flow).

De verschillende risico's waarmee vastgoedinvesteerders te maken kunnen krijgen en hoe deze risico's worden opgeslagen in de waardering moeten worden beschreven. De risico-opslag is verdeeld in drie hoofdcategorieën namelijk locatie en object, gebruiker(s) en *management performance*. Met de categorie management performance worden de risico's

van de financiële positie, business model, beheer en het resumé van een organisatie geanalyseerd.

De risico-opslag voor locatie en object wordt bepaald op basis van brutoaanvangsrendementen vanuit het verleden. Daarbij is het doel zo specifiek mogelijk te zijn, voor zover de data toereikend is. Bij gebrek aan data wordt voor de risico's van de gebruiker en de prestaties van het management een tabel gebruikt waarin de risico's worden beoordeeld op een schaal van 'zeer laag' tot 'zeer hoog'. Deze kwalificaties kunnen verder worden toegelicht in de kolom naast de score.

Het risico van de gebruiker wordt gegroepeerd en gescoord in drie hoofdcategorieën: contract, financieel en markt, sector, branche. Elk van deze hoofdcategorieën heeft één of meer subcategorieën. Voor het kwantitatief invullen van de risico's kan de 'schaal van Mock' worden gebruikt. De Mock-schaal biedt een alternatieve methode om winstprognoses niet in percentages, maar in relatieve termen uit te drukken (Boer & Croon, 2007).

Ten slotte wordt er onderscheid gemaakt tussen drie hoofdcategorieën voor het bepalen van de toegevoegde waarde van het management: financiële positie, het business model en beheer. Hier worden ook één of meer subcategorieën onderscheiden (Berkhout et al., 2020).

### **3.6 Deelconclusie**

Economisch waarderen is een relatief onbekend begrip in Nederland, maar biedt een waardevolle methode voor het bepalen van de waarde van commercieel vastgoed, investeringseigendommen, ontwikkelingsprojecten en inkomsten producerende eigendommen. Bij het opstellen van vastgoedwaarderingsrapporten zijn er richtlijnen van het NRVV en NVM Business om te volgen, maar het proces van economisch waarderen biedt ook ruimte voor subjectiviteit en individuele uitgangspunten. Het is essentieel om duidelijk te communiceren over de gehanteerde veronderstellingen en disclaimers op te nemen om de subjectieve aard van de waardering te benadrukken. Mede door de alternatieve invalshoek van economisch waarderen, ten opzichte van andere waarderingsmethoden. Heeft economisch waarderen een waardevolle benadering voor vastgoedtaxaties die inspelen op langetermijnwaarden. Economisch waarderen biedt inzicht in toekomstige inkomsten en risico's en heeft toepassingsmogelijkheden bij verschillende soorten vastgoed. Hoewel deze methodiek relatief onbekend is in Nederland, is er een groeiende behoefte aan kennis en inzicht in economisch waarderen, vooral in tijden van crisis. Het is belangrijk om te benadrukken dat economisch waarderen subjectief is en afhankelijk van individuele uitgangspunten, maar het biedt waardevolle inzichten voor besluitvorming bij vastgoedbeheer, financiering en investeringen.



## 4. Risicomanagement banken

### 4.1 Inleiding

Financiële instellingen die onder de Wet op het financieel toezicht vallen, investeren aanzienlijk in vastgoed voor hun klanten of voor eigen rekening, zowel direct in onroerend goed als indirect via beleggingsinstrumenten of leningen met onroerend goed als onderpand. De omvang van deze investeringen is zo groot dat deze een substantiële invloed kunnen hebben op financiële stabiliteit van Nederland. Dit hoofdstuk is van belang om inzicht te krijgen hoe de banken met hun risicomanagement omgaan en welke rol economisch waarden hierin kan vervullen.

Het is belangrijk dat financiële instellingen die investeren in vastgoed dit vastgoed op gepaste tijden (laten) waarden, bijvoorbeeld voor financiële verslaglegging of bij transacties op de kapitaalmarkt. Andere marktpartijen, klanten en deelnemers aan de financiële markten moeten kunnen vertrouwen op een nauwkeurige waardering van het vastgoed. Daarom spelen taxateurs een belangrijke rol bij het waarborgen van ordelijke en transparante financiële marktprocessen, het vertrouwen in financiële instellingen en markten en het zorgvuldig behandelen van deelnemers. De Autoriteit Financiële markten (AFM) verwacht dan ook dat financiële instellingen deze rol van de taxateur respecteren, dit draagt namelijk bij aan een beheerste en integere bedrijfsvoering (AFM, 2015).

Hierbij komt risico management kijken voor de banken. In dit hoofdstuk wordt toegelicht hoe deze processen verlopen, welke rol taxaties hierin spelen en hoe kan economisch waarden bijdragen aan het risico management proces.

Deelvraag richt zich op het concept van risico. Maar wat wordt er precies bedoeld met risico? Er bestaan diverse definities van risico die vaak door elkaar worden gebruikt. Dit rapport benadert risico voornamelijk vanuit het perspectief van *corporate finance*. Volgens Van (van Gool et al., 2020) wordt risico gedefinieerd als het potentieel gevaar voor schade of verlies en als het resultaat van de vermenigvuldiging tussen waarschijnlijkheid en impact. Ook moet er sprake zijn van negatieve effecten en de bijbehorende onzekerheden (Claes, 2004).

### 4.2 Hoe werkt risicomanagement bij banken

Het risicomanagement van banken wordt in dit stuk volgens een top-down systematiek behandeld. Het risicomanagement van banken begint bij de toezichthoudende instanties waaraan de Nederlandse banken zich aan moeten conformeren. Deze instanties houden toezicht op de financiële sector.

In reactie op de kredietcrisis van 2008 werd in 2011 er een Europees systeem opgericht. Dit systeem is genaamd het Europees Systeem voor Financieel Toezicht (ESFT). Het ESFT bestaat vervolgens weer uit drie toezichthoudende instellingen genaamd de European Supervisory Authorities (ESA's), een Europees Comité voor systeemrisico's en de nationale toezichthouders. Het voornaamste doel van deze organisaties is financiële regulering en controle te waarborgen in de hele Europese Unie (European Central Bank, 2023). Hieronder wordt verder ingegaan op deze drie verschillende groepen.

#### **Europees Comité voor systeemrisico's**

Het Europees Comité voor systeemrisico's (European Systemic Risk Board - ESRB) houdt

toezicht op het financiële stelsel in de Europese Unie (EU) door middel van macroprudentieel toezicht. Het ESRB is onafhankelijk van de ECB, maar heeft wel een kantoor in hetzelfde gebouw in Frankfurt am Main, Duitsland. De primaire verantwoordelijkheden van het ESRB omvatten het verzamelen en analyseren van gegevens om systeemrisico's te identificeren, het uitgeven van waarschuwingen wanneer dergelijke risico's als significant worden beschouwd, het formuleren van aanbevelingen voor maatregelen in reactie op deze vastgestelde risico's, het opvolgen van de waarschuwingen en aanbevelingen en het aangaan van samenwerking met ESA's en internationale organisaties. De leiding van het ESRB is in handen van de president van de ECB, terwijl het comité zelf bestaat uit vertegenwoordigers van de nationale centrale banken van EU-landen, daarnaast zijn de afgevaardigden van de drie Europese toezichthoudende autoriteiten er bij betrokken (European Central Bank, 2023).

### **European Supervisory Authorities**

De ESA's zijn een verzameling van onafhankelijke organisaties belast met het toezicht op de financiële sector binnen de EU. Deze ESA's zijn de Europese Bankautoriteit (EBA), de Europese Autoriteit voor verzekeringen en bedrijfspensioenen (EIOPA) en de Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA). Hun voornaamste doel is het ontwikkelen van een uniform reglement om het financieel toezicht in de EU te harmoniseren en een gelijk speelveld te bevorderen door consistentie in de toepassing van dit reglement (European Central Bank, 2023). Tevens voeren zij evaluaties uit van de risico's en kwetsbaarheden binnen de financiële sector. Hoewel elke autoriteit een voorzitter heeft die de organisatie vertegenwoordigt, worden de operationele beslissingen genomen door de Raden van Toezicht die bestaan uit vertegenwoordigers van de nationale toezichthouders van elk EU-land (European Central Bank, 2023).

### **Nationale toezichthouders**

De nationale toezichthouders blijven verantwoordelijk voor het toezicht binnen hun lidstaten. De Nederlandsche Bank NV (DNB) is de nationale centrale bank van Nederland en is een onderdeel van het Europees Stelsel van Centrale Banken. DNB heeft als voornaamste verantwoordelijkheid het toezicht houden op banken en het waarborgen van de financiële stabiliteit in Nederland. Tevens fungeert het als adviseur voor de regering. Het belangrijkste doel van DNB is het handhaven van financiële stabiliteit wat zich richt op het vergroten van de veerkracht van de economie en het bevorderen van duurzame economische groei. Andere verantwoordelijkheden van DNB omvatten het handhaven van prijsstabiliteit door een inflatieniveau van ongeveer 2% te handhaven, het reguleren van het betalingsverkeer door het uitgeven van eurobiljetten en het waarborgen van betrouwbare betaalmiddelen. Bovendien voert DNB financieel toezicht uit op financiële instellingen en ondersteunt het banken die dreigen te falen. DNB voorziet daarnaast ook de regering van economisch advies (Parlement, 2023).

De taken en verantwoordelijkheden van de AFM zijn vastgelegd in artikel 1:25 van de Wet op het financieel toezicht (Wft). Het gedragstoezicht dat de AFM uitvoert, heeft als doel om financiële marktprocessen te bevorderen op een transparante en ordelijke wijze en te zorgen voor een gelijkwaardig speelveld tussen marktpartijen. In overeenstemming met de Wft heeft de AFM de verantwoordelijkheid om toezicht te houden op het gedrag van financiële markten. Daarnaast waakt de AFM over het toelaten van financiële ondernemingen in dergelijke markten (AFM, 2023).

#### 4.2.1 Basel akkoorden

Het Bazelse Comité biedt centrale banken, die verantwoordelijk zijn voor het toezicht op het bankwezen, aanbevelingen voor specifieke richtlijnen. Deze richtlijnen zijn complex en gedetailleerd en zijn vastgelegd in meerdere akkoorden (Basel Committee on Banking Supervision, 2011). Sinds 1 januari 2014 zijn de uitgangspunten van Basel III van kracht die werden overeengekomen na de financiële crisis in het eerste decennium van deze eeuw (Basel Committee on Banking Supervision, 2012). Het belangrijkste voorstel in dit akkoord was het verhogen van de kapitaalsterkte van banken om de stabiliteit te waarborgen. De strengere eisen zijn ook gekoppeld aan de kwaliteit van de kredietportefeuille en kunnen een effect hebben op de bereidheid van banken om geld uit te lenen (Deloitte, 2015). Inmiddels is Basel IV ook ingetreden (sinds 1 januari 2022).

##### **Basel I**

Basel I was het eerste akkoord dat in 1988 werd opgesteld om de liquiditeitspositie van internationale banken te reguleren. Het werd wettelijk verplicht gesteld in de G10-landen, en meer dan 100 andere landen pasten het met enkele kleine aanpassingen toe. Onder Basel I werden risicogewichten toegepast op verschillende categorieën, waarbij internationale banken ten minste 8% van hun risico gewogen activa (RWA) als eigen vermogen moesten aanhouden, waarvan ten minste 4% van de hoogste kwaliteit moest zijn. Er werd aangenomen dat een kapitaaleis van 8% voldoende zou zijn om andere risico's af te dekken (Bank for International Settlements, 2023).

##### **Basel II**

In juni 1999 heeft het Comité een voorstel uitgebracht voor een nieuw raamwerk voor kapitaaltoereikendheid om het Akkoord van 1988 te vervangen. Dit voortel resulteerde in de publicatie van een herzien raamwerk in juni 2004, algemeen bekend als "Basel II" (Bank for International Settlements, 2023). Basel II was een uitbreiding op de Basel I-richtlijnen voor banken. Basel I legde voornamelijk de nadruk op het kredietrisico en in mindere mate op het marktrisico, waardoor er in de praktijk aanzienlijke verschillen waren in kredietrisico's. Dit nieuwe raamwerk zorgde ervoor dat banken de voorkeur gaven aan activa met een relatief hoog risico en hogere rendementen, wat de kwetsbaarheid van de balansen van banken vergrootte en operationele en marktrisico's buiten beschouwing liet. Basel II voegde nieuwe regels toe gericht op drie belangrijke kwesties: minimumkapitaalvereisten, toezichtmechanismen, transparantie en marktdiscipline. De eerste pijler zorgde voor een grotere risicogevoeligheid van kapitaaleisen en maakte het mogelijk voor banken om interne risicomodellen te gebruiken. Het tweede element concentreerde zich op interne risicobeheersing en het berekenen van de vereiste kapitaalhoeveelheid voor alle significante risico's, zoals liquiditeit-, rente- en concentratierisico's. De toezichthouder kon hogere kapitaaleisen opleggen als dat nodig was. De derde pijler was gericht op het transparanter maken van relevante informatie over risicoprofielen en kapitaalposities om risicovol gedrag te beperken en de markt hogere rentetarieven te laten eisen van banken met risicovollere kredietportefeuilles (Smolders, Rabobank, 2010).

##### **Basel III**

Na de kredietcrisis werd duidelijk dat er aanvullingen nodig waren op Basel II, omdat banken te weinig kapitaal aanhielden en niet alle risico's waren geïdentificeerd. De eerste aanvullingen werden geïntroduceerd in juli 2009 en resulteerden in hogere kapitaaleisen en ingewikkelde securitisaties. Hierna zijn er nog meer suggesties gedaan om het kapitaal raamwerk aan te passen, waaronder het verhogen van de kwaliteit van kapitaal, het invoeren

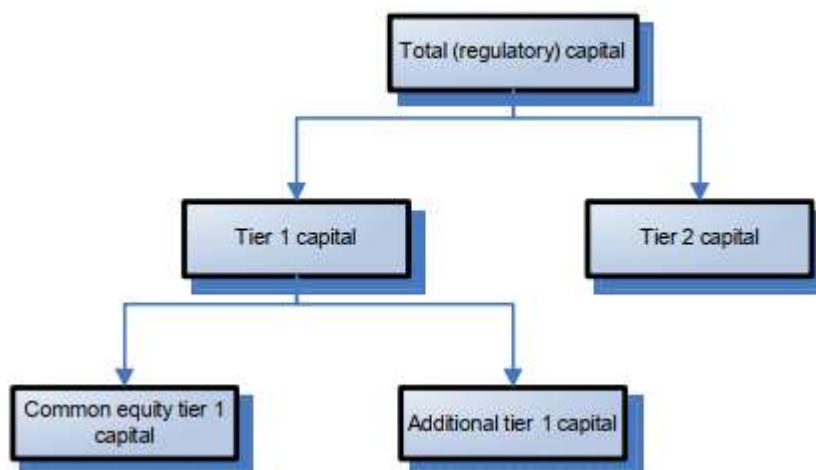
van de *leverage ratio* en het aanpakken van systeemrisico's. De risico's die gepaard gingen met securitisatie waren onvoldoende erkend in Basel II. Tijdens de crisis hebben de internationale banken vooral verliezen geleden op de securitisaties (Smolders, Rabobank, 2010). De strengere internationale kapitaal- en liquiditeitseisen voor banken worden in Basel III voorgeschreven. De belangrijkste elementen zijn als volgt: Banken moeten meer en kwalitatief beter eigen vermogen aanhouden om financiële stabiliteit te waarborgen. De mate van kapitaalsterkte wordt beoordeeld aan de hand van verschillende ratio's, namelijk de *leverage ratio*, *tier 1 capital ratio* en *common equity tier 1 capital ratio*. Als schokdemper tegen een laagconjunctuur zijn financiers verplicht gesteld dat zij meer kapitaalreserves moeten aanhouden. Daarnaast moeten banken die worden gezien als systeemrelevant een aanvullend buffer aanhouden. Eerder in 2016 werd het banken verplicht gesteld om aanvullend eigen vermogen aan te houden om eventuele verliezen tijdens een crisis te kunnen opvangen. Als laatste is het in Basel III verplicht om een één maand stressscenario te kunnen weerstaan, dit doormiddel van het aanhouden van extra liquide middelen. Tot slot moeten banken vanaf 2018 langlopende leningen meer gedekt hebben met langlopende financiering, dit wordt de *net stable funding ratio* genoemd (Smolders, Rabobank, 2011). Hieronder worden deze eisen verder toegelicht.

### Kapitaalratio's

Basel III heeft minimumkapitaalratio's geïntroduceerd voor verschillende soorten eigen vermogen. Voor Basel III wordt het totale eigen vermogen *total regulatory capital* genoemd. De onderverdeling van de verschillende typen kapitaal wordt schematisch weergegeven in Figuur 4. Het onverdeelde kapitaal is als volgt:

- Tier 1: Gewone aandelen
- Tier 2: Reserves veroorzaakt door waardeinstijgingen en leningen die achtergesteld zijn.

Het total regulatory capital omvat alle soorten kapitaal bij elkaar (Autoriteit Consument & Markt, 2013).



Figuur 4: Onderverdeling typen kapitaal (Autoriteit Consument & Markt, 2013)

Basel III stelt minimum kapitaalratio's vast die banken moeten aanhouden, gemeten in verhouding tot de waarde van hun risicogewogen activa. Er bestaan diverse kapitaalratio's

die worden verkregen door het in aanmerking komende kapitaal te delen door de totale risicogewogen activa. De formule hiervan is opgenomen in Figuur 5.

$$\text{kapitaal ratio} = \frac{\text{in aanmerking komend kapitaal}}{\text{risico gewogen activa (RWA)}}$$

Figuur 5 formulevorm berekening kapitaalratio (Autoriteit Consument & Markt, 2013)

Met de implementatie van Basel III zijn er belangrijke wijzigingen doorgevoerd: de strengere definitie van "in aanmerking komend kapitaal" en de ruimere definitie van "risicogewogen activa". Daarnaast zijn de minimumvereisten voor de kapitaalratio's verhoogd en zijn er aanvullende eisen opgesteld, waaronder het opbouwen van extra kapitaalreserves tijdens gunstige tijden, het instellen van een extra buffer voor systeemrelevante banken en het aanhouden van aanvullend eigen vermogen. Deze eisen zijn ingesteld zodat verliezen opgevangen kunnen worden tijdens een crisisperiode. De implementatie van de kapitaalratio's is gefaseerd en banken moeten voldoen aan de minimumratio's en aanvullende eisen om te voldoen aan de voorschriften van Basel III. Door de implementatie van Basel III zijn als het gaat om de kapitaalratio's, verschillende elementen veranderd. De definities van *Risk Weighted assets* (RWA) worden aangepast, waardoor meer activa als risicovol worden beschouwd. Bovendien verandert het type kapitaal dat kan worden gebruikt om activiteiten te financieren. Alleen kapitaal van hoge kwaliteit wordt nu geaccepteerd voor financiering. Om aan de herziende eisen te kunnen voldoen zullen financiers mogelijk duurder en meer kapitaal moeten verkrijgen (Autoriteit Consument & Markt, 2013).

### Leverage ratio

De leverage ratio is een recent geïntroduceerde vorm van kapitaalratio die, in tegenstelling tot de risicogewogen kapitaalratio's, rekening houdt met alle activa zonder aanpassing voor risico. Van deze ratio is de ondergrens lager dan deze dient aangehouden te worden van het tier 1 capital ratio. Toch is het niet verplicht voor financiers om aanvullend kapitaal aan te wenden om aan de regels te voldoen. Deze regel is voornamelijk ingesteld zodat financiers de tier 1 capital ratio niet gaan ontwijken door het aanwenden van activa die risicovoller zijn. Deze worden namelijk niet meegerekend in deze ratio. Met de leverage ratio is getracht ontwijkend gedrag te voorkomen. Uiteindelijk zijn de RWA en de leverage ratio bedoeld om er voor te zorgen dat financiers een groter eigen vermogen gaan aanhouden (Autoriteit Consument & Markt, 2013).

### Liquidity coverage ratio (LCR)

De *liquidity coverage ratio* (LCR) is een ratio die vereist dat banken voldoende direct beschikbaar kapitaal hebben om een 30-dagen liquiditeitsverstoring op te vangen. De LCR moet minimaal 100% zijn en de definitie is opgenomen in Figuur 6.

$$\text{LCR} = \frac{\text{hoeveelheid hoge kwaliteit liquide kapitaal}}{\text{netto cash uitstroom in 30 dagen stress periode}}$$

Figuur 6 Definitie LCR (Autoriteit Consument & Markt, 2013)

Deze ratio richt op de hoeveelheid liquide vermogen dat een financier verplicht wordt gesteld om aan te houden en niet op de verhoudingen tussen vreemd vermogen en eigen vermogen (Autoriteit Consument & Markt, 2013).

## Net Stable Funding Ratio (NSFR)

Naast de eerdergenoemde ratio's is ook de *Net Stable Funding Ratio* (NSFR) geïntroduceerd. Dit concept moedigt financiers aan om activa te financieren die van langdurige aard zijn en een langere looptijd hebben dan voorheen. Het doel van de NSFR is om liquiditeitscrises te voorkomen en de stabiliteit van bankfinanciering te vergroten. De NSFR wordt gedefinieerd als *de beschikbare hoeveelheid stabiele financiering gedeeld door de benodigde hoeveelheid stabiele financiering en moet vanaf 2017 groter zijn dan 1* (Autoriteit Consument & Markt, 2013). De beschikbare hoeveelheid stabiele financiering omvat het eigen vermogen en financiering met een looptijd van meer dan één jaar, terwijl de benodigde hoeveelheid stabiele financiering een gewogen gemiddelde is van activa met een looptijd van meer dan één jaar.

## Basel IV

In 2017 werden er aanvullende afspraken gemaakt op Basel III, genaamd Basel IV, om de regelgeving en kapitaaleisen verder aan te scherpen. Het belangrijkste verschil met Basel III is dat Basel IV wijzigingen introduceert in de berekening van kapitaalposities en kapitaalbeslag voor banken. Deze wijzigingen zijn gebaseerd op gestandaardiseerde ratio's, waardoor banken minder vrijheid hebben om hun eigen risicomodellen te gebruiken. Voor de banken betekent dit het volgende: De Basel IV-afspraken brengen enkele veranderingen met zich mee voor banken. *Input floors* zullen gelden voor het bepalen van het *Loss Given Default*, de *Probability of Default* en de afslagen van de zekerheden. Voor banken die de *Internal Ratings-Based* methode gebruiken, wordt een gestandaardiseerde *output floor* geïntroduceerd waarbij de kapitaalvereisten minimaal 72,5% van de eis onder de standaardberekening moeten zijn. Om banken enigszins tegemoet te komen, wordt het gestandaardiseerde gewogen risicogewicht voor hypotheekleningen met een laag risicoprofiel verlaagd, hoewel er onderscheid wordt gemaakt tussen residentieel en commercieel vastgoed. De risicoweging van 100% van Basel III wordt ook bij commercieel vastgoed gekozen voor een invoering van de Loan to value ratio benadering, zie Figuur 7 voor de kapitaaleisen per risicocategorie. Ook wordt er een hogere leverage ratio geïntroduceerd voor systeembanken en zullen er gedetailleerdere rapportages vereist zijn over reserves en andere financiële gegevens.

General Treatment		Income-producing Real Estate (IPRE)		
<ul style="list-style-type: none"> <li>Where the operational requirements are met the risk weight to be assigned to the total exposure will be determined based on the exposure's LTV:</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Where the operational requirements are met the risk weight to be assigned to the total exposure will be determined based on the exposure's LTV:</li> </ul>		
LTV ≤ 60%	LTV > 60%	LTV ≤ 60%	60% < LTV ≤ 80%	LTV > 80%
RW = Min (60%; RW of the counterparty)	RW of the counterparty	70%	90%	110%

Figuur 7 Kapitaaleisen Basel IV Commercieel (PWC, 2018)

De hierboven beschreven wijzigingen zullen naar verwachting leiden tot een algemene daling van het kapitaalbeslag voor banken die de standaardbenadering gebruiken. Vanwege de lagere risicogewogen activa voor hypotheekleningen met een laag risicoprofiel. *Internal ratings-based* (IRB) banken, vooral die met een laag risicoprofiel, zullen worden beïnvloed door de nieuwe input- en output-floors. Aangezien hun huidige risicogewogen activa aanzienlijk lager zijn dan die onder de nieuwe modellen, waardoor ze te maken krijgen met hogere risicogewogen activa en een hoger kapitaalbeslag. Het uiteindelijke doel van Basel IV is om internationaal vergelijkbare en uniforme regels te creëren, waardoor het systeem transparanter wordt (Chebib & Woolard, 2021).

#### 4.2.2 Algemene risico's banken

Commerciële, particuliere en nationale banken voeren handelingen uit die verband houden met leningen aan industriële, commerciële en andere bedrijven. Voornamelijk vanuit de kasrekening die wordt verkregen in de vorm van deposito's. Er worden vier groepen bankactiviteiten benadrukt: passieve operaties, actieve operaties, bankdiensten en eigen handelingen van banken. Passieve operaties hebben als doel financiële middelen te mobiliseren, die op hun beurt worden gebruikt om actieve operaties te financieren. Ze omvatten het accepteren van deposito's (spot, forward), het aantrekken van leningen en het uitgeven van effecten. Actieve handelingen van banken omvatten leningen en effectenhandelingen. Banken voeren acceptatie operaties uit, valutatransacties en hypotheektransacties. Leningen kunnen worden ingedeeld op basis van verzekering, terugbetalingstermijn, terugbetalingswijze, rentebetalingwijze en type debiteur. Afhankelijk van de activiteiten en strategieën die banken aannemen en van de beleidsmaatregelen die zij toepassen, staan banken bloot aan verschillende specifieke risico's in verband met bankactiviteiten, en worden daarom bankrisico's genoemd (Anghelache et al., 2016). Banken worden tijdens hun activiteiten blootgesteld aan een breed scala aan risico's. In het algemeen vallen de risico's bij banken in drie categorieën: Financieel, operationeel en milieu (van Greuning & Bratanovic, 2020). Financiële risico's omvatten twee soorten risico's: traditionele en *treasury*risico. Traditioneel bankrisico - inclusief de balans en de structuur van de resultatenrekening, krediet- en solvabiliteitsrisico's - kan leiden tot verlies voor een bank als ze niet goed worden beheerd. Treasuryrisico, gebaseerd op financiële arbitrage, kunnen leiden tot winst als de arbitrage correct is of tot verlies als deze incorrect is. De belangrijkste categorieën treasuryrisico zijn liquiditeitsrisico, renterisico, valutarisico en marktrisico (inclusief tegenpartijrisico). Financiële risico's zijn ook onderhevig aan complexe onderlinge afhankelijkheden die het totale risicoprofiel van een bank aanzienlijk kunnen vergroten. Een bank die zich bijvoorbeeld bezighoudt met de valutahandel staat normaal gesproken bloot aan valutarisico, maar zal ook blootgesteld worden aan extra liquiditeits- en renterisico als de bank open posities heeft.

Operationeel risico wordt gedefinieerd als *het risico van verlies als gevolg van ontoereikende of mislukte processen, mensen en systemen of van externe gebeurtenissen* (Girling, 2022). Operationeel risico heeft betrekking op de algemene bedrijfsprocessen van een bank en de potentiële impact daarvan op de naleving van bankbeleid en -procedures, interne systemen en technologie, informatiebeveiliging, maatregelen tegen mismanagement en fraude en zorgen over bedrijfscontinuïteit. Een ander aspect van operationeel risico omvat de strategische planning, *governance* en organisatiestructuur van de bank, het beheer van personeelsloopbanen en interne middelen, product- en kennisontwikkeling en de benadering van klantenwerving.

Milieurisico's zijn verbonden met de bedrijfsomgeving van een bank, inclusief macro-economische en beleidskwesties, juridische en regelgevende factoren en de algehele financiële sectorinfrastructuur en betalingssystemen van de rechtsgebieden waarin de bank opereert. Steeds vaker krijgen witwassen en cybercriminaliteit de aandacht van het management. Milieurisico omvat daarom alle soorten externe risico's die, als ze zich zouden voordoen, de activiteiten van een bank in gevaar kunnen brengen of haar vermogen om door te gaan in gevaar kunnen brengen.

#### 4.2.3 Bank risico management Vastgoed

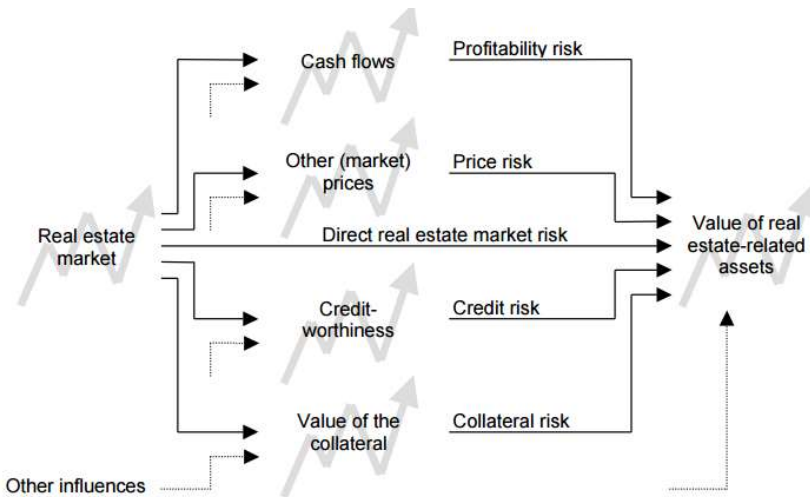
De basis van het risicomangement begint bij de Basel akkoorden, afhankelijk van deze regelgeving dient de vastgoedfinancier zijn risico inschatting op aan te passen. Als een financier een financieringsaanvraag van een gebouw of vastgoedportefeuille in behandeling neemt, zal de financier een inschatting maken van de risico's aan de hand van de volgende punten (Berkhout & Zwart, 2022):

- Type vastgoed
- Verhuur of eigen gebruik
- Kwaliteit van het gebouw of de portefeuille
- Courantheid van het gebouw of de portefeuille
- Alternatieve aanwendbaarheid van het gebouw of de portefeuille
- Onderhoudstoestand
- LTV
- Bestendigheid van de huidige en toekomstige geldstromen
- Status van het gebouw of de portefeuille
- Mogelijke veranderingen in hoogtes van rentes, marges en andere financieringskosten
- Herfinancieringsrisico

Dr. Carsten Lausberg (Lausberg, 2001) noemt in zijn onderzoek dat banken ook onder invloed staan van marktrisico van de vastgoedmarkt. In de Moderne Portefeuilletheorie wordt marktrisico gedefinieerd als *dat deel van het totale risico dat niet kan worden geëlimineerd door diversificatie, omdat het wordt veroorzaakt door economische veranderingen die invloed hebben op alle investeringen*. Overeenkomstig aan die definitie kan het marktrisico van vastgoed worden gedefinieerd als het niet-diversificeerbare risico dat kan worden toegeschreven aan de schommelingen op de vastgoedmarkt. Marktrisico van vastgoed komt in verschillende varianten voor:

- Er is een direct marktrisico van vastgoed als de waarde van een asset direct overeenkomt met de vastgoedmarkt, zonder dat iemand dit effect kan beïnvloeden.
- Er is een indirect marktrisico van vastgoed als de waarde van een asset alleen indirect overeenkomt met de vastgoedmarkt, aangezien er andere factoren zijn die ook invloed uitoefenen. Vier soorten indirect marktrisico van vastgoed kunnen worden gevonden (zie ook Figuur 8):
  - o Kredietrisico is het gevaar dat schommelingen op de vastgoedmarkt de kredietwaardigheid van een lener verminderen.
  - o Er bestaat een onderpandrisico als de waarde van het onderpand kan worden verminderd door een ongunstige markttrend.
  - o Als er sprake is van een winstgevendheidsrisico brengen schommelingen op de vastgoedmarkt de winstgevendheid van een investering in gevaar.
  - o Als de vastgoedmarkt een negatieve invloed heeft op andere marktprijzen, zoals aandelenprijzen, is er sprake van een prijsrisico.





Figuur 8: Effecten en typen van het vastgoedmarktrisico (Lausberg, 2001)

Twigt identificeert in zijn onderzoek naar financiering van commercieel vastgoed (Twigt, 2011) de volgende belangrijke elementen die de risico's vanuit het perspectief van de (traditionele) financieringsmarkt concretiseren:

- *Recourse of non-recourse* lening: Bij een *non-recourse* lening kan de geldverstrekker, in het geval dat de geldlener zijn verplichtingen niet nakomt, alleen terugvallen op het onderpand. Als er nog een restschuld overblijft, heeft de geldverstrekker geen mogelijkheid om deze te verhalen.
- *Loan to value (LTV)*: Dit verwijst naar de verhouding tussen de lening en de waarde. Hoe hoger de LTV, hoe hoger de risico's.
- *Senioriteit van de lening*: Dit heeft te maken met de positie van de geldverstrekker ten opzichte van andere geldverstrekkers. Er zijn senior leningen, junior financiering en mezzanine financiering die elk verschillende prioriteiten hebben bij terugbetaling in het geval van wanbetaling.
- *Goederenrechtelijke zekerheid*: Dit verwijst naar het recht van hypotheek waarbij de geldverstrekker het recht heeft op directe executie van het onderpand in geval van wanbetaling.

In de traditionele of bancaire financieringsmarkt worden voornamelijk senior leningen verstrekt, waarbij hypotheekrecht als zekerheid dient (Twigt, 2011). Op basis van de hierboven genoemde aspecten kan geconcludeerd worden dat, uitgaande van een senior lening met hypotheekrecht, het volgende van belang is:

- De financier onderzoekt of de kredietaanvrager of partner voldoende professioneel is en een goede corporate governance hanteert.

- Het is belangrijk dat de marktwaarde van het pand of de vastgoedportefeuille, rekening houdend met de specifieke kenmerken en de alternatieve toepassingsmogelijkheden, in een goede verhouding staat tot de hoogte van de lening (Loan to value).

- De financiële positie van de kredietaanvrager, inclusief het partnerrisico en de mogelijkheid om aan de leningsverplichtingen te blijven voldoen, evenals de stabiliteit hiervan, wegen

zwaar mee in de risicobeoordeling. Hierbij wordt rekening gehouden met factoren zoals de invloed van wet- en regelgeving en de rol van de overheid.

### Financiële ratio's

Gewoonlijk stelt een vastgoedfinancier een reeks parameters vast waaraan leningen moeten voldoen. Deze parameters omvatten bijvoorbeeld de *Interest Coverage Ratio* (ICR), *Debt Service Coverage Ratio* (DSCR), initiële Loan-to-value ratio (LTV), LTV na vijf jaar en LTV na tien jaar. Het beleid wordt bepaald door de risicomangers van de financier in Tabel 1 is een overzicht opgenomen hoe het beleid van een financier er uit zou kunnen zien. Zij beoordelen de risico's van vastgoed, zijn op de hoogte van de voorzieningen die getroffen zijn voor vastgoed(financieringen) en hebben kennis van de opbrengsten bij mogelijke gedwongen openbare verkoop van vastgoed.

Daarnaast houden de risicomangers rekening met de zogenaamde blootstelling van de financier aan vastgoed. Het volgende voorbeeld stelt dat een vastgoedbank een blootstelling heeft van drie miljard euro aan commercieel vastgoed. Het totale vermogen van de bank, waartoe de vastgoedbank behoort, bedraagt tien miljard euro. Dit betekent dat de blootstelling aan commercieel vastgoed 30% bedraagt. De bank kan besluiten om dit verder uit te breiden, te consolideren of af te bouwen, afhankelijk van verschillende factoren (Berkhout & Zwart, 2022).

	Kantoren	Winkels	Woningen	Logistiek
Aanvangs-DSCR	> 1.50	> 1.25	> 1.25	> 1.50
Aanvangs-ICR	>2.00	> 1.75	> 1.50	>2.00
Aanvangs-LTV	60%	60%	70%	60%
na 5 jaar	55%	55%	65%	55%
na 10 jaar	50%	50%	60%	50%

In Tabel 2 zijn mogelijke parameters die worden gehanteerd door vastgoedfinanciers voor een eigenaar/gebruikers situatie.

Solvabiliteit	> 30%
Interest Coverage ratio (ICR)	> 3
Debt Services coverage ratio (DSCR)	>1,2
Leverage	< 3

Bovenstaande beleidsparameters worden allen meegewogen in het besluit voor een vastgoedfinanciering. Als aan deze ratio's wordt voldaan, is de kans op financiering groter. De bovengenoemde punten zijn voorbeelden(illustratief), per bank kunnen dergelijke parameters verschillen.

In het rapport 'Overzicht Financiële Stabiliteit (DNB, 2022)' van De Nederlandsche Bank wordt benadrukt dat financiële instellingen extra aandacht moeten besteden aan het monitoren en beheersen van risico's die samenhangen met commercieel vastgoed. De combinatie van mindere economische groei, stijgende energiekosten en verhoogde rente

kan tot betalingsproblemen gaan leiden. Deze kredietrisico's doen zich voornamelijk voor bij commercieel vastgoed. Een organisatie moet inzicht krijgen in mogelijke toekomstige scenario's om risico's te kunnen beoordelen. Hiervoor worden scenario analyses gebruikt die historische gegevens en verwachtingen op verschillende manieren combineren. Dit stelt een organisatie in staat om belangrijke risico's te identificeren en zich erop voor te bereiden. Er zijn verschillende soorten scenario's, van eenvoudige eenmalige gebeurtenissen tot complexe Monte Carlo-simulaties. Om bruikbare scenario analyses te maken, is betrouwbare data nodig, zoals informatie over prijzen, financiering, duurzaamheidslabels en economische ontwikkelingen. Hierin kan economisch waarden een rol spelen (DNB, 2022).

### **4.3 Welke rol spelen taxaties bij het risicomanagement**

De waarde van het vastgoed is van effect op het riskmanagement van banken. De prijzen van vastgoed kunnen afwijken van hun fundamentele waarde als gevolg van beperkt of overmatig aanbod, heterogeniteit in kwaliteit en verschillende marktimperfecties, die twee tegenovergestelde effecten hebben op de stabiliteit van banken. Afwijkingen in de vastgoedprijzen dragen bij aan de instabiliteit van banken, maar nominale ontwikkelingen van huizenprijzen doen dat niet. Hogere prijzen verhogen de waarde van het onderpand en het netto vermogen van leners, waardoor de kans op kredietverzuim wordt verkleind. Daarentegen kunnen aanhoudende afwijkingen van de waarde van het vastgoed de ongunstige selectie van steeds risicovollere schuldeisers bevorderen door banken die hun leningenportefeuilles willen uitbreiden, wat de waarschijnlijkheid van bankproblemen vergroot. (Herring & Wachter, 1999). Gezien de belangen van banken om inzicht te hebben in de waarde van het vastgoed waar zij leningen op verstrekt hebben, speelt het werk van taxateurs een belangrijke rol in de maatschappij en de financiële markten. Door middel van waardebepaling kunnen opdrachtgevers van een taxateur bepaalde risico's verspreiden of versterken in het financiële stelsel. Om tot een nauwkeurige waardebepaling te komen, worden vakdeskundigen zoals interne en/of externe taxateurs ingeschakeld. Wanneer taxateurs hun werk professioneel, onafhankelijk, integer en transparant uitvoeren als schakel in de vastgoedactiviteitenketen/waarderingsketen, draagt dat bij aan de beheerste en integere bedrijfsvoering van financiële ondernemingen die hun opdrachtgevers zijn. Dit draagt ook bij aan de financiële stabiliteit van Nederland op macro-economisch niveau. Hoewel de beroepsgroep van taxateurs niet wettelijk gereguleerd is, hebben brancheverenigingen samen met registers en andere belanghebbenden in 2015 besloten tot een centrale vorm van zelfregulering via het NRVT.

Een belangrijk onderdeel van risicomanagement bij banken zijn de taxaties. De belangrijkste aanbeveling van de AFM aan financiële ondernemingen is om ervoor te zorgen dat de integriteit, kwaliteit van zowel taxateurs als het taxatieproces wordt bewaakt bij de selectie en aansturing van zowel interne als externe taxateurs. Bij het uitvoeren van de bedrijfsvoering moet de financiële onderneming zorgvuldig aandacht besteden aan dit aspect en ervoor zorgen dat het beheerst en integer wordt uitgevoerd. Het is van essentieel belang dat zij voldoet aan de toepasselijke prospectusvereisten om dit aspect te waarborgen. De financiële onderneming moet zelf ook integer en professioneel zijn in haar rol als opdrachtgever van een externe taxateur en werkgever van interne taxateurs. De AFM verwacht dat de financiële onderneming zich gedraagt als een professioneel opdrachtgever die in controle blijft en geen ongepaste druk uitoefent op de externe of interne taxateur en geen relevante informatie achterhoudt voor de taxateur. Het hebben van externe kwaliteitslabels doet niets af aan deze

verantwoordelijkheid. Om te voldoen aan deze aanbeveling, stelt de AFM de volgende maatregelen voor aan de financiële onderneming:

1. Implementatie van een adequaat beleid met betrekking tot taxaties, taxateurs en het taxatieproces.
2. Het invoeren van noodzakelijke en wettelijk vereiste interne functiescheidingen.
3. Het controleren van het selectiebeleid van taxateurs om ervoor te zorgen dat het externe taxatiebedrijf beheerst en integer opereert.
4. Tijdig reageren op informatieverzoeken van de taxateur.
5. Regelmatig volledige taxaties van objecten laten uitvoeren.

Ook moet de financiële onderneming structurele trends bij de waardering van vastgoed goed in ogenschouw nemen en ervoor zorgen dat de opdrachtgever alle relevante informatie heeft verstrekt voor het taxatierapport (AFM, 2015).

#### 4.4 Regelgeving Basel omtrent waardemethodiek

De regelgeving op basis van de Basel framework biedt ruimte voor andere waardemethodieken, maar wel met een beperking. De definitie volgens het Basel Framework voor vastgoedwaardering is als volgt: *'Value of the property: the valuation must be appraised using prudently conservative valuation criteria. To ensure that the value of the property is appraised in a prudently conservative manner, the valuation must exclude expectations of price increases and must be adjusted to take into account the potential for the current market price to be significantly above the value that would be sustainable over the life of the loan. National supervisors should provide guidance, setting out prudent valuation criteria where such guidance does not already exist under national law. If a market value can be determined, the valuation should not be higher than the market value...'* (Basel Committee on Banking Supervision, 2017). Zoals in de definitie wordt aangegeven, legt de definitie een limiet op, namelijk de marktwaarde. "Als een marktwaarde kan worden vastgesteld, mag de waardering niet hoger zijn dan de marktwaarde." Deze vermelding suggereert dat een marktwaarde een verplichting is, zodat de vergelijking tussen waarden kan worden gemaakt (Crosby & Hordijk, 2021).

De marktwaarde is weliswaar een verplichte methode, maar het biedt de ruimte voor andere methoden dan de marktwaarde om gehanteerd te worden. Deze ruimte lijkt economisch waarderen een potentiële functie te geven als aanvullende taxatiemethodiek en niet als hoofdmethodiek.

#### 4.5 Deelconclusie

Op basis van het literatuuronderzoek kan economisch waarderen een rol spelen bij vastgoedfinanciers en het risicomanagement proces. Hieronder zijn enkele punten waarom economisch waarderen een toegevoegde waarde heeft voor vastgoedfinanciers:

1. Inzicht in werkelijke waarde: economisch waarderen stelt vastgoedfinanciers in staat om de werkelijke waarde van een vastgoedobject of -portefeuille te bepalen. Economisch waarderen gaat verder dan de marktprijs en omvat het evalueren van de intrinsieke waarde op basis van de verwachte toekomstige kasstromen. Door de economische waarde te begrijpen, kunnen financiers een nauwkeurigere inschatting maken van het risico en rendement van hun investering.
2. Risicobeheer: Het economisch waarderen van vastgoed biedt financiers een belangrijk instrument voor risicobeheer. Door de verwachte kasstromen te

analyseren, kunnen ze potentiële risico's identificeren, zoals leegstand, veranderende marktomstandigheden of juridische belemmeringen. Het stelt financiers in staat om passende maatregelen te nemen, zoals het aanpassen van de leningsvoorwaarden, het diversifiëren van de portefeuille of het vaststellen van adequate reserves.

3. **Besluitvorming:** economisch waarden biedt financiers een solide basis voor besluitvorming. Het stelt hen in staat om weloverwogen keuzes te maken bij het verstrekken van leningen, het bepalen van de leenlimieten en het vaststellen van de rentetarieven. Door de economisch waarde van het vastgoedobject te beoordelen, kunnen financiers beter bepalen of een lening al dan niet geschikt is en kunnen ze de juiste risicopremie vaststellen.
4. **Vergelijking en *benchmarking*:** Het economisch waarden van vastgoed stelt financiers ook in staat om verschillende vastgoedobjecten of -portefeuilles met elkaar te vergelijken en te benchmarken. Door de economisch waarden van verschillende investeringen te analyseren, kunnen financiers de relatieve aantrekkelijkheid en prestaties van verschillende vastgoedbeleggingen beoordelen. Dit helpt hen bij het nemen van beslissingen over het toewijzen van middelen en het optimaliseren van hun portefeuille.

Op basis van het literatuuronderzoek en de voorgaande hoofdstukken biedt het economisch waarden voor vastgoedfinanciering een dieper inzicht in de werkelijke waarde, risico's en potentiële rendementen van vastgoedinvesteringen. Het stelt financiers in staat om beter geïnformeerde beslissingen te nemen, risico's te beheersen en hun portefeuille te optimaliseren. De regelgeving biedt daarnaast mogelijkheden voor economisch waarden om geïntegreerd te worden in de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt. Maar door de verplichting dat de marktwaarde bepaald moet worden, zal de marktwaarde hoogstwaarschijnlijk blijven functioneren als hoofdmethodiek.

## 5. Methode van onderzoek

### 5.1 Inleiding

Tijdens de literatuurstudie is een diversiteit aan waardebegrippen onderzocht, waarbij de focus lag op de meest gebruikte reguliere waardebegrippen en enkele langetermijnwaarde begrippen (L-TV) zoals de Mortgage Lending Value (MLV). Hoewel het concept van L-TV nog in de beginfase staat in vergelijking met de marktwaarde, blijkt er vanuit diverse partijen een groeiende interesse te zijn om verder te kijken dan alleen de marktwaarde. Het gebrek aan eenduidigheid in de keuze voor een L-TV methode is nog een uitdaging.

Het onderzoek heeft zich vervolgens gericht op economisch waarden als een waardevolle methode voor het bepalen van de waarde van verschillende soorten vastgoed, waaronder commercieel vastgoed, investeringseigendommen, ontwikkelingsprojecten en inkomsten producerende eigendommen. Hoewel economisch waarden nog relatief onbekend is in Nederland, wordt het steeds vaker genoemd in de literatuur. Het biedt inzicht in toekomstige inkomsten en risico's, wat van groot belang is voor besluitvorming bij vastgoedbeheer, financiering en investeringen.

Het opstellen van vastgoedwaarderingsrapporten volgt richtlijnen van het NRVV en NVM Business, maar het economisch waarden biedt ook ruimte voor subjectiviteit en individuele uitgangspunten. Het is daarom essentieel om duidelijk te communiceren over de gehanteerde veronderstellingen en disclaimers op te nemen om de subjectieve aard van de waardering te benadrukken.

#### **Verwachtingen voor het onderzoek**

Op basis van het literatuuronderzoek is te verwachten dat economisch waarden een belangrijke rol kan spelen bij vastgoedfinanciers en het risicomanagement proces. Het biedt inzicht in de werkelijke waarde van vastgoedobjecten en -portefeuilles, wat verder gaat dan alleen de marktprijs. Hierdoor kunnen financiers beter de risico's en rendementen van hun investeringen inschatten, wat van cruciaal belang is voor een effectief risicobeheer. Daarnaast stelt het economisch waarden financiers in staat om weloverwogen beslissingen te nemen bij het verstrekken van leningen, het bepalen van leenlimieten en het vaststellen van rentetarieven. Bovendien biedt het de mogelijkheid om verschillende vastgoedbeleggingen met elkaar te vergelijken en te benchmarken, wat bijdraagt aan een optimalisatie van de vastgoedportefeuille.

Economisch waarden biedt voor de vastgoedfinanciering een dieper inzicht in de werkelijke waarde, risico's en potentiële rendementen van vastgoedinvesteringen, en zal het naar verwachting een waardevol instrument zijn voor besluitvorming en risicobeheer bij financiers.

Dit hoofdstuk zal de uitwerking van de onderzoeksmethodologie toelichten Paragraaf 5.2 zal onder andere ingaan op de aard van het onderzoek, de gebruikte onderzoeksmethoden en de redenen voor deze keuzes. Daarnaast zullen de selectiecriteria voor de interviews worden toegelicht, samen met de beschrijving van de respondenten die zullen worden geïnterviewd.

### 5.2 Onderzoeksmethode

Het onderzoek heeft zowel verkennende als toetsende aspecten en maakt gebruik van een kwalitatieve onderzoeksmethode. Omdat het verkrijgen van voldoende kwantitatieve gegevens over dit onderwerp lastig is. Om het kwalitatieve onderzoek uit te voeren, wordt

achtereenvolgens gekozen voor een case study (verkennd) en interviews (verkennd). Beide onderzoeksmethoden worden vervolgens gedetailleerder beschreven.

#### 5.2.1 Case study

Er zijn een acht tal casussen uitgewerkt waarin verschillende soorten type vastgoed en locatie doorberekend zijn via de economische waarde methodiek. Deze voorbeeldrapporten zijn afkomstig van het boek "Praktijkhandreiking Economisch waarderen van vastgoed 1.0" (NVM Business 2020) en dienen uitsluitend als educatieve en discussiematerialen. Ze bieden voorbeelden van waarderingsrapporten en hebben niet als doel om te worden gebruikt voor opdrachtgevers. De gebruikte gegevens, aannames en uitgangspunten in deze voorbeeldrapporten zijn deels fictief en de berekeningen zijn vereenvoudigd.

Er is gezocht naar alternatieve casussen, deze zijn ten tijden van het onderzoek nog niet voorhanden. Dit beperkt de waarde van deze onderzoeksmethode, omdat er op grote schaal data ontbreekt omtrent de praktijk van economisch waarderen.

Het belang van deze casussen is groot voor het inzicht in de methodiek van economisch waarderen. Het gebrek aan de uitvoering van deze methodiek, betekent naar alle waarschijnlijkheid ook een gebrek aan kennis en kunde bij de partijen die dergelijke waarderingsrapporten dienen uit te voeren. Deze casussen zijn een startpunt voor economisch waarderen, waar taxateurs gebruik van kunnen maken om aan de slag te gaan met het waarderen op deze manier.

Er is gebruik gemaakt van de bestaande literatuur, al is deze in beperkte mate aanwezig. Daarnaast is er gesproken met dhr. B. Poolman die mede auteur is van het boek "Praktijkhandreiking Economisch waarderen van vastgoed 1.0 (2020)".

#### 5.2.2 Interviews

De focus van deze company research paper ligt op verkennd onderzoek (Baarda, et al., 2018). Kwalitatief onderzoek stelt de onderzoeker in staat om een onderwerp grondig te verkennen. Het interviewproces is semi-gestructureerd, waardoor de onderzoeker de mogelijkheid heeft om door te vragen en zo meer diepgang te verkrijgen in het onderwerp.

Naast de uitwerking van de case study is besloten om aanvullend verschillende experts te interviewen, omdat in de praktijk nog weinig gebruik wordt gemaakt van economisch waarderen en de data beperkt voorhanden is. Door te spreken met respondenten met diverse achtergronden kreeg de onderzoeker de mogelijkheid om de informatie van verschillende financiers en taxateurs met elkaar te vergelijken. Daarnaast is het onderwerp van het onderzoek zeer specifiek en er is weinig wetenschappelijke literatuur beschikbaar hierover. Interviews bieden de kans om op een wetenschappelijk verantwoorde manier extra informatie te verzamelen. In tegenstelling tot bijvoorbeeld enquêtes, maakt het interviewen mogelijk om door te vragen op antwoorden, en wordt verwacht dat respondenten eerder geneigd zouden zijn om extra informatie te verstrekken. De interviews hebben drie hoofddoelen: ten eerste worden de verwachtingen die voortkwamen uit het markt- en literatuuronderzoek getoetst, ten tweede worden er aanvullende vragen gesteld om informatie te achterhalen die niet beschikbaar was in de literatuur en ten slotte wordt er gefocust op het aspect of economisch waarderen voor financiers van toegevoegde waarde kan zijn.

Alle interviews worden gecodeerd via Atlas.TI. Bij het coderen van interviews wordt zorgvuldig gekeken naar de transcripten van de gesprekken om waardevolle thema's en

patronen te ontdekken. Deze coderingsfase vormt een essentieel onderdeel van kwalitatief onderzoek, omdat het de data helpt te structureren en te organiseren, waardoor onderzoekers diepgaande inzichten kunnen verkrijgen en gefundeerde conclusies kunnen trekken. Er zijn verschillende benaderingen van coderen die gebruikt kunnen worden, afhankelijk van de specifieke onderzoeksvraag en het analytische doel. De twee benaderingen die gehanteerd zijn om de interviews te coderen zijn inductief en deductief. Op basis van de literatuur zijn er diverse verwachtingen over het onderzoek. Hierop is de codering gebaseerd (deductief), zie Bijlage 1 codebook voor de gebruikte codes. Vervolgens zijn er enkele onverwachte resultaten tijdens de interviews naar voren gekomen die vervolgens inductief zijn gecodeerd.

### 5.3 Geïnterviewden

Er zijn gesprekken gevoerd met diverse disciplines, die te verdelen zijn in drie categorieën: de commercant van een bank, riskmanagement en taxateurs. Omdat economisch waarderen nog niet wordt toegepast, is het van belang bevonden om de diverse disciplines te bevragen, aangezien het belang van economisch waarderen kan verschillen per type respondent. De respondenten hebben dan ook een diverse blik op het onderwerp.

#### Commerçant

- |                            |  |
|----------------------------|--|
| - De heer Wouter de Bever  | Managing Director Deutsche Hypo                                |
| - De heer Reinier Mijsberg | Lead Valuation Team ABN AMRO                                   |
| - De heer Herman Klaseboer | Senior Relatie manager Corporate Clients Rabobank              |
| - De heer Jelle de Wilde   | Directeur Real Estate Zuid-West Nederland, Business Banking NL |

#### Riskmanagement

- |                      |   |
|----------------------|---|
| - De heer Henk Besem | Voormalig Senior Managing Director at ING Real Estate |
|----------------------|---|

#### Taxateurs

- |                                 |  |
|---------------------------------|--|
| - De heer Martijn van Turenhout | Taxateur Deutsche Hypo                     |
| - De heer Heiko Muchall         | Senior Director Real Estate Appraisal/OEBM |
| - De heer Martijn Onderstal     | Head of Valuation Savills                  |

#### 5.3.1 Expertsessie

Er is voor gekozen om diverse respondenten te interviewen, zoals experts bij financiers en taxateurs. Vervolgens zullen de resultaten van deze interviews worden voorgelegd in een expertsessie aan de schrijvers van het boek economisch waarderen. De resultaten van de interviews worden uitgewerkt en samen met de interviewvragen gedeeld voorafgaand aan de expertsessie. Het doel van de expertsessie staat dan ook in teken van reflectie op de resultaten van het interview en implementatie mogelijkheden van economisch waarderen.



## 6. Case study

### 6.1 Inleiding

Dit hoofdstuk presenteert een rapport over de evaluatie van een casus waarin economisch waarden centraal staat. Het doel van deze case study is om te onderzoeken hoe dit concept in de praktijk wordt toegepast en in hoeverre het bijdraagt aan het begrip van economisch waarde van vastgoed.

In hoofdstuk 5 is de methodologie van dit onderzoek toegelicht. In het huidige hoofdstuk wordt besproken hoe de casus omtrent economisch waarden is uitgevoerd. Er is een gebrek aan openbare casussen en data omtrent economisch waarden. Daarom is er voor gekozen om de casussen te gebruiken die -weliswaar fictief- uitgevoerd zijn in het rapport Praktijkhandreiking Economisch waarden van vastgoed 1.0 (Berkhout et al., 2020). Er wordt gesproken over fictief in de zin dat deze casus niet is uitgevoerd voor een opdrachtgever in de zin van een vastgoedfinancier. De casus is uitgewerkt voor educatieve doeleinden, maar wel gebaseerd op bestaand vastgoed.

### 6.2 Toelichting uitvoering casussen praktijkhandreiking

In het boek "Praktijkhandreiking Economisch waarden van vastgoed 1.0" van (Berkhout et al., 2020) zijn acht casussen uitgewerkt. De casussen zijn onderverdeeld onder twee taxateurs, Baldwin Poolman van Dynamis Taxaties Nederland en Roel Drenth van Cushman & Wakefield. Er is van diverse typen vastgoed een casus uitgewerkt zoals logistiek, bedrijfsruimte, woningcomplex, kantoorruimte en winkelruimte. Alle casussen zijn gelegen in een andere regio.

Uit de analyse van de casussen blijkt dat de opbouw en aanpak consistent zijn voor elk type vastgoed. Voor elke casus is een DCF-berekening uitgevoerd, waarbij een periode van vijftien jaar is gehanteerd voor zowel de marktwaardeberekening als de lange termijnwaardering en de economische waarde methodiek. De taxateurs beginnen met een opsomming van de uitgangspunten (zie Figuur 9). De uitgangspunten zijn specifiek per waardemethodiek.

#### Uitgangspunten

	1. Marktwaarde (t=0)	2. Bestendige lange termijn marktwaarde (t=0)	3. Economische waarde (t=15)
<b>Taxatie of Waardering</b>	Taxatie	Waardering	Waardering
<b>Bereidwillige koper / Beschouwend subject</b>	Eigenaar/belegger	Eigenaar/belegger	Financier
<b>Waardepeildatum</b>	t=0	t=0	t=15
<b>Termijn/Beschouwingsperiode</b>	15 jaar	15 jaar	15 jaar
<b>Huurinkomsten/Huurwaarde</b>	Huurinkomsten (in DCF rekenen met feitelijke situatie)	Huurwaarde gebaseerd op markt-gemiddelde van afgelopen periode en rekening houden met bestendige markthuur	Vrije geldstromen (huurwaarde of huurinkomsten)
<b>Marktomstandigheden</b>	Huidige marktomstandigheden	Normale marktomstandigheden. Geen marktfalen, geen tekort aan liquiditeit, geen vertrouwenscrisis, geen ongewone schommelingen in vraag en aanbod door abnormale economische tijden	Te verwachten marktontwikkelingen en risico's geabstraheerd van huidige prijsvorming
<b>Waarderingsmethode</b>	BAR/NAR in combinatie met DCF-methode. (BAR/NAR primair, DCF secundair)	BAR/NAR in combinatie met DCF-methode. (BAR/NAR primair, DCF secundair)	DCF-methode
<b>Referenties/transacties</b>	Actuele referenties (<12 maanden). Valdoende goed kwalitatief bruikbare marktreferenties (huur, koop en belegging)	1. Referenties nu (t=0) en in het verleden (t=-x) 2. Inschatting van economie en markt (t=x) Valdoende goed kwalitatief bruikbare marktreferenties (huur, koop en belegging)	1. Referenties nu (t=0) en in het verleden (t=-x) 2. Inschatting van economie en markt(t=x)

Figuur 9: Uitgangspunten Casus jaartal 2020 (Berkhout et al., 2020)

Na het de beschrijving van uitgangspunten, wordt de risicovrije rente voet nader toegelicht. De risicovrije rente voet is bij de economisch waarde afwijkend van de andere twee methodieken. Waarbij op basis van toekomstige verwachtingen van gerenommeerde partijen een inschatting gemaakt wordt van deze rente voet op de lange termijn. Wat betreft de marktwaarde en lange termijn marktwaarde is deze rente voet bepaald op de rente voet per heden.

De derde stap bestaat uit het bepalen van de risico locatie en object. Hier wordt de markthuurwaarde toegelicht, waarbij specifiek wordt gekeken naar de verwachting voor de markthuurwaarde op T-15 voor de economisch waarde. Dit geldt ook voor de locatie en het object. Op basis van deze informatie wordt een BAR vastgesteld. Voor de twee lange termijn waardering is gekozen voor een BAR die op de lange termijn bestendiger is. Deze ligt dan ook hoger dan de BAR gehanteerd bij de marktwaarde methodiek (zie Figuur 10).

2. Risico Locatie & Object	1. Marktwaarde (t=0)	2. Bestendige lange termijn marktwaarde (t=0)	3. Economische waarde (t=15)	Bron
<p><b>Ontwikkeling van bruto aanvangsrendementen bedrijfsruimte</b> in %, top-, midden- en basissegment (k.k.)</p> <p>Bron: Cushman&amp;Wakefield</p>	<p><b>Bandbreedte BAR Top, Midden, Basis</b></p> <p>Top: 4,0%</p> <p>Midden: 7,5%</p> <p>Basis: 9,0%</p> <p>Groningen wordt gekwalificeerd als Basis segment. Tevens is het pand gelegen in de Regio Noord, op gemiddelde locatie.</p> <p>Bandbreedte BAR 6,75-9,75%</p>	<p><b>Bandbreedte Markthuurwaarde</b></p> <p>Ondergrens: € 40/m<sup>2</sup></p> <p>Bovengrens: € 60/m<sup>2</sup></p> <p>Groningen wordt gekwalificeerd als Basis segment. Tevens is het pand gelegen in de Regio Noord, op gemiddelde locatie.</p>	<p><b>Bandbreedte Markthuurwaarde</b></p> <p>Ondergrens: € 40/m<sup>2</sup></p> <p>Bovengrens: € 60/m<sup>2</sup></p> <p>Groningen wordt gekwalificeerd als Basis segment. Tevens is het pand gelegen in de Regio Noord, op gemiddelde locatie.</p>	<p>Dynamis + C&amp;W</p> <p>Dynamis + C&amp;W</p> <p>Dynamis + C&amp;W</p> <p>Dynamis</p> <p>Dynamis + C&amp;W</p>
	<p><b>Verklaring markthuur</b></p> <p>Op basis van actuele vergelijkbare referenties</p>	<p><b>Verklaring markthuur</b></p> <p>De markthuur ligt in het midden van de markt (bandbreedte). Een verklaring hiervoor is het standaard opleveringsniveau</p>	<p><b>Verklaring markthuur</b></p> <p>Als uitgangspunt geldt dat er op T=15 sprake is van een enigszins verouderd pand, die door investeringen (groot onderhoud jaar 10) nog wel voldoet aan de eisen van een bedrijfspand</p>	<p>inschatting taxateur</p> <p>inschatting taxateur</p>
<p><b>1. Locatie</b></p>	<p>Het bedrijfspand is gelegen op een bedrijventerrein in de regio Noord en op een gemiddeld locatie binnen deze regio. Het object heeft een goede bereikbaarheid</p>	<p>Het bedrijfspand is gelegen op een bedrijventerrein in de regio Noord en op een gemiddeld locatie binnen deze regio. Het object heeft een goede bereikbaarheid</p>	<p>Het bedrijfspand is gelegen op een bedrijventerrein in de regio Noord en op een gemiddeld locatie binnen deze regio. Het object heeft een goede bereikbaarheid. Dit zal in t=15 vergelijkbaar zijn met de huidige situatie.</p>	<p>inschatting taxateur</p>
<p><b>2. Object</b></p>	<p>Het bedrijfspand bestaat uit een bedrijfsruimte van ca. 1300m<sup>2</sup> met een kantoor van ca. 184m<sup>2</sup> verdeeld over 2 lagen. Het kantoor is eenvoudig en heeft een ondersteunende functie voor de bedrijfsruimte. Bedrijfsruimte heeft vloerbelasting van 1.000 kg/m<sup>2</sup></p>	<p>Het bedrijfspand bestaat uit een bedrijfsruimte van ca. 1300m<sup>2</sup> met een kantoor van ca. 184m<sup>2</sup> verdeeld over 2 lagen. Het kantoor is eenvoudig en heeft een ondersteunende functie voor de bedrijfsruimte. Bedrijfsruimte heeft vloerbelasting van 1.000 kg/m<sup>2</sup></p>	<p>Het bedrijfspand bestaat uit een bedrijfsruimte van ca. 1300m<sup>2</sup> met een kantoor van ca. 184m<sup>2</sup> verdeeld over 2 lagen. Het kantoor is eenvoudig en heeft een ondersteunende functie voor de bedrijfsruimte. Dit zal in t=15 vergelijkbaar zijn met de huidige situatie. Bedrijfsruimte heeft vloerbelasting van 1.000 kg/m<sup>2</sup>. Normale veroudering</p>	<p>inschatting taxateur</p>
	<p><b>Verklaring rendement</b></p> <p>Het rendement is door het huidige marktsentiment, de looptijd van het huurcontract en de kwaliteit van het object en gebruiker is gemiddeld wel is de druk op de markt voor goede beleggingen, lage rente en veel geld beschikbaar</p>	<p><b>Verklaring rendement</b></p> <p>Het is aannemenlijk om te veronderstellen dat een wat bestendiger rendement iets hoger is gelegen. De grillen van de markt zijn er uit gehaald en tevens is er gerekend met de markthuur in plaats van de huurinkomsten</p>	<p><b>Verklaring rendement</b></p> <p>Het is aannemenlijk om te veronderstellen dat een wat bestendiger rendement hoger is gelegen. De grillen van de markt zijn er uit gehaald en tevens is er gerekend met de markthuur in plaats van de huurinkomsten</p>	<p>inschatting taxateur</p>
<p><b>GEHANTEERDE BAR</b></p>	<p><b>7,00%</b></p>	<p><b>8,50%</b></p>	<p><b>8,50%</b></p>	

Figuur 10: Risico Locatie & Object (Berkhout et al., 2020)

In de casus wordt het gebruikersrisico genoemd. Dit is een aspect wat voor de methodiek van economisch waarde van belang is. Daar deze methodiek het subject aanzienlijk meer meeneemt in de waarde. Hierbij wordt een inschatting gemaakt van de risico's op basis van het contract (looptijd, kans op vertrek), financiële risico (juridische structuur, kredietwaardigheid, liquiditeit), markt (type huurder) en het resume van de huurder. Deze variabelen worden allen ingeschat door de taxateur. Op basis van deze inschatting wordt er een risico opslag gehanteerd bij de disconteringsvoet. De score zoals opgenomen in Figuur 11 wordt gehanteerd op basis van een tekstuele inschatting van het risico, zoals laag, gemiddeld en hoog. Deze score is vervolgens kwantitatief weergegeven in een risico opslag

percentage, de zogenoemde schaal van Mock.

3. Risico gebruiker(s)	1. Marktwaarde (t=0)	2. Bestendige lange termijn marktwaarde (t=0)	3. Economische waarde (t=15)	Bron
	Kwalificatie Risico	Kwalificatie Risico	Kwalificatie Risico	
<b>1. Contract</b>				
Looptijd huurcontract	5 jaar, risico gemiddeld	5 jaar, risico gemiddeld	Gemiddeld verhuurd of voor eigen gebruik.	Huurcontract, Eigenaar
Restperiode			Bij verhuur opzegging gemiddeld	
Kans op vertrek	50% Kans op vertrek, risico gemiddeld	50% Kans op vertrek, risico gemiddeld	50% Kans op vertrek, risico gemiddeld	Inschatting taxateur
10%, 25%, 50%, 75%, 100% (opgezegd)				
<b>SCORE</b>	<b>Gemiddeld</b>	<b>Gemiddeld</b>	<b>Gemiddeld</b>	
<b>2. Risico</b>				
Juridische structuur	Lokale MKB	MKB	MKB of eigen gebruik	Eigenaar/ website
Beursgenoteerd, niet beursgenoteerd (bv. vof, CV, ltd etc.)				
Kredietwaardigheid	Bedrijf bestaat al 20 jaar, gemiddeld.	Bedrijf bestaat al 20 jaar, gemiddeld.	Kredietwaardigheid is gemiddeld.	Inschatting taxateur
Kans op wanbetaling	Kleine kans	Kleine kans		
Liquiditeit	De liquiditeit is gemiddeld	De liquiditeit is gemiddeld	Niet bekend	Inschatting taxateur
<b>SCORE</b>	<b>Gemiddeld</b>	<b>Gemiddeld</b>	<b>Gemiddeld</b>	
<b>3. Markt, sector, branche</b>				
Type huurder, sector, branche	Distributie van materialen	Distributie van materialen	Gemiddelde huurder	Inschatting taxateur
ICT, Overheid, Zakelijke en of financiële dienstverlening, etc				
<b>SCORE</b>	<b>Gemiddeld</b>	<b>Gemiddeld</b>	<b>Gemiddeld</b>	
<b>4. Resumé</b>	<b>Gemiddeld</b>	<b>Gemiddeld</b>	<b>Gemiddeld</b>	Inschatting taxateur
<b>RISICO OPSLAG / AFSLAG</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	

Toelichting Score	Risico opslag/afslag
Zeer laag	-1%
Laag	-0,50%
Gemiddeld	0%
Hoog	0,50%
Zeer hoog	1%
Niet bekend	0%

Figuur 11: Risico Gebruiker (Berkhout et al., 2020)

Als laatste onderdeel van de opbouw van de disconteringsvoet wordt de *performance* van het management ingeschat. Hierbij wordt een inschatting gemaakt deels op basis van brondata van een financier en deels op inschatting van de taxateur. Zodoende wordt er een inschatting gemaakt van het risico opslag voor het risico management (zie Figuur 12) op basis van de financiële positie (liquiditeit, financieringsstructuur, stabiliteit cashflow, continuïteit en *debt yield*), het business model (type belegger, visie/strategie, capabele partij, diversificatie en concurrentie), beheer (beheer, actief of passief, zelf of uitbesteed, oftewel mate van professionaliteit) en het resume van het management.

4. Risico Management performance	1. Marktwaarde (t=0)	2. Bestendige lange termijn marktwaarde (t=0)	3. Economische waarde (t=15)	Bron
	Kwalificatie Risico	Kwalificatie Risico	Kwalificatie Risico	
<b>1. Financiële positie (analyse en prognose)</b>				
Liquiditeit	Niet bekend	Niet bekend	Gemiddeld	Financier
Financieringsstructuur	70%	70%	50%	Financier
Strategie management: voorzichtig (tot 50%), 50-70%, > 70%				
Stabiliteit cashflow	Gemiddeld	Gemiddeld	Gemiddeld	Financier
Continuïteit	Gemiddeld	Gemiddeld	Gemiddeld	Financier
Debt Yield	11%	9%	17%	Financier
<b>SCORE</b>	<b>Gemiddeld</b>	<b>Gemiddeld</b>	<b>Gemiddeld</b>	
<b>2. Business model</b>				
Type belegger of eigenaar / gebruiker	Core belegger. Lange termijn belegger met lange termijn perspectief, geen verkoopplannen op korte termijn	Core belegger. Lange termijn belegger met lange termijn perspectief, geen verkoopplannen op korte termijn	De meeste gerede is een particulier met lokale/regionale kennis	Inschatting taxateur
Core, Core plus, Value add, Opportunistisch				
Visie & Strategie	Goede duidelijk visie & strategie. Op basis van gesprek tijdens inspectie positief	Goede duidelijk visie & strategie. Op basis van gesprek tijdens inspectie positief	Hoogstwaarschijnlijk single tenant. Deelverhuur is wel mogelijk	Eigenaar
Capabele partij	Goed. Professionele partij, bekend in de regio, goede contacten/netwerk	Goed. Professionele partij, bekend in de regio, goede contacten/netwerk	Lokale grootheid	Inschatting taxateur
Trackrecord – Marktleider				
Diversificatie	Belegger met meerdere objecten in portefeuille	Belegger met meerdere objecten in portefeuille	Net als nu Belegger met meerdere objecten in portefeuille	Eigenaar
Individuele objecten, (onderdeel van) portefeuille				
Concurrentie	Voor dit type product veel lokale concurrentie	Voor dit type product veel lokale concurrentie, weinig belangstelling landelijke spelers	Voor dit type product veel lokale concurrentie, weinig belangstelling landelijke spelers	Inschatting taxateur
Omgeving waarin de belegger opereert				
<b>SCORE</b>	<b>Laag</b>	<b>Laag</b>	<b>Gemiddeld</b>	
<b>3. Beheer</b>				
Beheer, actief of passief, zelf (eigen beheer) of uitbesteed	Het beheer wordt door de eigenaren zelf gedaan. Er is voor zover waarneembaar sprake van actief, professioneel en adequaat beheer	Het beheer wordt door de eigenaren zelf gedaan. Er is voor zover waarneembaar sprake van actief, professioneel en adequaat beheer	Het beheer wordt uitbesteed en minder professioneel uitgevoerd	Eigenaar
Organisatie: mate van professionaliteit				
<b>SCORE</b>	<b>Laag</b>	<b>Laag</b>	<b>Gemiddeld</b>	
<b>4. Resumé</b>	<b>Laag</b>	<b>Laag</b>	<b>Gemiddeld</b>	
<b>RISICO OPSLAG / AFSLAG</b>	<b>-0,50%</b>	<b>-0,50%</b>	<b>0,00%</b>	

Figuur 12: Risico Management Performance (Berkhout et al., 2020)

Als laatste stap wordt een inschatting gemaakt voor de opslag voor de *exit yield*. Hierbij wordt gekeken naar de markt, locatie en eigenaar en hierbij wordt een inschatting gemaakt voor het risico in de toekomst. Op basis van deze inschatting door de taxateur wordt er eventueel een opslag gehanteerd door taxateur. Deze opslag van de exit yield wordt bovenop de gehanteerde disconteringsvoet geplaatst.

### 6.3 Resultaten casus

De diverse casussen zijn geanalyseerd en in de meeste gevallen zijn de resultaten hiervan te verwachten. Dat wil zeggen dat de economisch waarde lager is dan de marktwaarde, zie Tabel 3. De lagere uitkomst van economisch waarden is deels te wijten aan de situatie waarin het onderzoek werd uitgevoerd, aangezien de markt destijds op een relatief hoog niveau verkeerde, nog voor de Covid-crisis en de energiecrisis. Bovendien wordt er vaak uitgegaan van een rendement op lange termijn, dat doorgaans lager is dan het rendement dat wordt gehanteerd in een hoogconjunctuurmarkt. De resultaten van de economische waarde geven derhalve een inschatting van de waarde op t-15, hier is rekening gehouden met veroudering, maar ook groot onderhoud en andere aspecten die gelden voor een periode van vijftien jaar. Uit het rapport volgen twee casussen, waarbij de economische waarde hoger is dan de marktwaarde. In het geval van de regio oost Almelo, wordt er bij de marktwaarde uitgegaan van een situatie waarbij het object is onderverhuurd. Deze relatief lage huur drukt zijn stempel op de uiteindelijk waarde, deze onderverhuur is uit dit scenario goed te herleiden aangezien de *yields* lager liggen dan die van de economische waarde. Wat betreft de winkelruimte in de regio West/Midden Zeist is dit verschil groter. Hier is specifiek op de risico's voor gebruiker en management performance beter gescoord dan de marktwaarde en lange termijn waarde, waarbij deze genoemde waarden uitgaan van de huidige situatie, gaat de economisch waarde uit van een andere gebruiker. Het subject is anders, namelijk een zorgpartij in plaats van een winkelfonds. De taxateurs gaan uit van een aanzienlijk lagere risico inschatting en dus lagere risico opslagen dan van de huidige situatie.

Regio	Type vastgoed	Marktwaarde t=0	LT 15 jaar t=0	EC waarde t=15
Midden Utrecht	Logistiek	€ 10.499.000	€ 8.510.000	€ 8.182.239
Noord Groningen	Bedrijfsruimte	€ 984.000	€ 758.000	€ 695.189
Oost Almelo	Wooncomplex	€ 3.328.000	€ 3.180.000	€ 3.543.774
West Amsterdam	Wooncomplex	€ 21.515.000	€ 18.166.000	€ 19.734.131
Oost Hengelo	Kantoorruimte	€ 16.573.000	€ 12.793.000	€ 12.762.387
West/Midden Utrecht	Kantoorruimte	€ 11.521.000	€ 10.226.000	€ 11.070.855
Noord/Oost Zwolle	Winkelruimte	€ 1.922.000	€ 1.652.000	€ 1.444.837
West/Midden Zeist	Winkelruimte	€ 1.911.000	€ 1.740.000	€ 3.736.320

Tabel 3: Eigen bewerking resultaten casus praktijkhandreiking (Berkhout et al., 2020)

### 6.4 Conclusie

Met deze casussen is er inzicht verworven hoe economisch waarden in de praktijk tot stand kan komen. Daarnaast geeft het inzicht wat de waarde van vastgoed kan zijn op de lange termijn. De casussen geven aanknoppen welke aspecten meegenomen dienen te worden in een waarde t=15. Op basis van het literatuuronderzoek lijkt het dat de economisch waarde lager zal liggen dan de marktwaarde. Uit de analyse blijkt dat dit niet altijd het geval zal zijn. Dit is mede afhankelijk van een laag- of hoogconjunctuur, maar ook op basis van het subject. In specifieke situaties kan het zijn dat de economisch waarde een positiever beeld geeft van de toekomst dan de marktwaarde op dit moment aantoont. Van de marktwaarde is

bekend dat deze volatiel is. Dit volatiele aspect wordt bij economisch waarden verminderd, door te abstraheren van marktdisrupties.

Deze informatie kan van toegevoegde waarde zijn voor een vastgoedfinancier, met als voorbeeld de winkelruimte in West/Midden Zeist. Omdat de marktwaarde van dit object aanzienlijk lager ligt dan de economische waarde. De taxateur heeft bij de waardering van de economische waarde, als uitgangspunt voor bereidwillige koper een ontwikkelaar gespecialiseerd in transformaties naar wonen & zorgconcepten genomen. Wellicht kijkt de financier op basis van de marktwaarde met een andere blik naar de vastgoedfinanciering van dit object, dan wanneer de vastgoedfinancier rekening houdt met de economische waarde van het object.

Een interessante aanvulling op de casussen zou zijn geweest om de waardeontwikkeling sinds 2020 te onderzoeken. Dit zou inzicht kunnen geven in de veranderingen in de genoemde waarderingsmethodieken in de loop der tijd. Voor deze casestudy is een dergelijke uitgebreide analyse echter niet uitvoerbaar, omdat de specifieke objecten waarover het gaat niet bekend zijn en dus de benodigde informatie ontbreekt om de waardering tot de peildatum van 2023 uit te voeren.

## 7. Interviews

Na het voltooien van het theoretisch onderzoek en de case study, zijn er enkele onderzoeksvragen opgesteld om de vraagstelling van dit onderzoek te kunnen beantwoorden. In deze paragraaf worden de onderzoeksvragen geïntroduceerd. Voor elke onderzoeksvraag zijn er diverse vragen opgenomen die als richtlijn dienen tijdens de interviews.

### 7.1.1 Onderzoeksvraag 1

De marktwaarde is een geschatte prijs van een hypothetische transactie en tegelijkertijd een momentopname van de markt. Hoewel er rekening wordt gehouden met toekomstige aspecten, zoals het opnemen van toekomstverwachtingen in een Discounted cashflow model (DCF-model), verwijst de momentopname naar een transactie die vandaag plaatsvindt, de peildatum. Hierdoor resulteert de keuze voor de marktwaarde in een volatiele waarde.

Vanwege de huidige regelgeving en taxatiestandaarden is het onmogelijk met de marktwaarde om een waardepeildatum in de toekomst te hanteren aangezien het niet mogelijk is om de toekomst te voorspellen. De marktwaarde is beperkt tot de waardepeildatum van vandaag. Uit de literatuur blijkt dat de marktwaarde ten tijde van de kredietcrisis te veel naar de huidige dagwaarde keek en beperkt rekening hield met de toekomst. De keuze voor de marktwaarde kon resulteren in aanzienlijke afwaarderingen voor financiële instellingen met als gevolg een risico voor de Nederlandse economie. Is de marktwaarde te beperkt om als enige methodiek te hanteren? Moet er ruimte zijn voor aanvullende methodieken?

#### **Is de marktwaarde als enige methodiek voor vastgoedtaxaties in Nederland te beperkt?**

- Heeft een vastgoedfinancier voldoende aan enkel een marktwaarde voor een getaxeed object?
- Hoe gaat de financier om met de volatiliteit van de marktwaarde?
- Hoe verwerkt de financier deze marktwaarde met oog op de lange termijn risico's?
- Speelt de stand van de markt hier een rol in (crisis/hogconjunctuur)?

### 7.1.2 Onderzoeksvraag 2

Het risicomangement in de vastgoedfinanciering begint met de Basel-akkoorden. De vastgoedfinancier moet zijn risico-inschatting afstemmen op deze regelgeving. In 2017 werden er aanvullende afspraken gemaakt op Basel III, genaamd Basel IV, om de regelgeving en kapitaaleisen verder aan te scherpen. Het belangrijkste verschil met Basel III is dat Basel IV wijzigingen introduceert in de berekening van kapitaalposities en kapitaalbeslag voor banken. Deze wijzigingen zijn gebaseerd op gestandaardiseerde ratio's, waardoor banken minder vrijheid hebben om hun eigen risicomodellen te gebruiken. Het gebruiken van de economisch waarde kan een toevoeging zijn op deze risicomodellen om op basis van externe partijen risico inschatting van het vastgoed te maken. Tijdens de literatuurstudie en case study is er geconcludeerd dat theoretisch gezien economisch waarden een toegevoegde waarde kan zijn voor vastgoedfinanciers. Met name het in kaart brengen van risico's op de lange termijn. Zijn deze theoretische voordelen ook in de praktijk te verwachten en hoe zien vastgoedfinanciers en taxateurs de bruikbaarheid van economisch waarden?

### **Levert het economisch waarden vastgoedfinanciers relevante informatie op omtrent de risico's van vastgoed op de lange termijn?**

- Kan het gebruik van lange termijn waardering bijdragen aan een beter inzicht in de werkelijke waarde van vastgoedactiva?
- Kan de integratie van lange termijn waardering bijdragen aan een meer solide risicobeoordeling en besluitvorming bij vastgoedfinanciering?
- Hoe ziet u de relatie tussen economisch waarden en de *Mortgage Lending Value* omtrent het inschatten van risico's op de lange termijn?
- Op welke manieren kunnen vastgoedfinanciers profiteren van het gebruik van de economisch waarde prognoses voor vastgoed?

#### 7.1.3 Onderzoeksvraag 3

De rol van economisch waarden is tot op heden beperkt. Gebaseerd op het literatuuronderzoek kan economisch waarden een rol spelen in het risicomanagementproces van vastgoedfinanciers. Hieronder worden enkele redenen gegeven waarom economisch waarden toegevoegde waarde heeft voor vastgoedfinanciers.

1. Betere inzicht in werkelijke waarde.
2. Risicobeheer.
3. Besluitvorming.
4. Vergelijking en benchmarking.

In het algemeen verschaft het economisch waarden van vastgoedfinanciering een dieper inzicht in de werkelijke waarde, risico's en potentiële rendementen van vastgoedinvesteringen. Het stelt financiers in staat om beter geïnformeerde beslissingen te nemen, risico's te beheersen en hun portefeuille te optimaliseren.

Op basis van de Basel akkoorden biedt de regelgeving mogelijkheden voor economisch waarden om geïntegreerd te worden in de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt. Maar door de verplichting dat de marktwaarde bepaald moet worden, zal de marktwaarde hoogstwaarschijnlijk blijven functioneren als hoofdmethodiek. Welke plek kan economisch waarden innemen in de vastgoed financieringsmarkt? Marktwaarde is nu nog de belangrijkste methode, maar kan dit wellicht in de toekomst veranderen? Met deze vragen wordt onderzocht wat de mogelijkheden voor implementatie van economisch waarden zijn.

### **Kan economisch waarden als een aanvullende waarde methodiek bij taxaties omtrent vastgoedfinancieringen verplicht gesteld worden door vastgoedfinanciers?**

- Wat zijn enkele van de belangrijkste uitdagingen bij het implementeren van economische waarderingsmodellen in de praktijk van vastgoedfinanciering?
- Zijn er culturele of perceptuele barrières die moeten worden overwonnen bij het overtuigen van belanghebbenden om over te stappen op economisch waarden?
- Dient er een aanvullend rapport geschreven te worden of kan de economisch waarde naast de marktwaarde worden opgenomen?
- Welke mogelijke obstakels kunnen er zijn bij het verkrijgen van betrouwbare gegevens en informatie voor economische waardering?
- Speelt de stand van de markt hier een rol in (crisis/hogconjunctuur)?

#### 7.1.4 Onderzoeksvraag 4

De rol van taxateurs in de maatschappij en financiële markten is van groot belang. Door het bepalen van waarden kunnen taxateurs en hun opdrachtgevers specifieke risico's in het financiële systeem verspreiden of versterken. Om een nauwkeurige waardebepaling te bereiken, worden deskundige professionals, zowel intern als extern, ingeschakeld. Wanneer taxateurs hun werk op een professionele, onafhankelijke, integere en transparante wijze uitvoeren als onderdeel van de vastgoed- of waarderingketen, draagt de taxateur bij aan een beheerste en integere bedrijfsvoering van financiële ondernemingen die hun opdrachtgevers zijn. Deze bedrijfsvoering draagt tevens bij aan de financiële stabiliteit van Nederland op macroniveau. Het werk van de dat taxateur beperkt zich grotendeels tot de marktwaarde. Het economisch waarderen wordt tot op de dag van vandaag nog niet toegepast als methodiek bij vastgoedfinanciers. Hier bestaat een kans voor taxateurs om zich als het gaat om risicomanagement en een toevoeging aan het maatschappelijk verkeer om economisch waarderen toe te passen.

Tijdens de literatuurstudie is vastgesteld dat taxateurs een belangrijke spil zijn in de vastgoedfinancieringsmarkt. Hieruit is ook gebleken dat taxateurs te voldoen hebben aan de regels van de NRV. De NRV heeft geen regels en of praktijkrichtlijnen opgesteld omtrent het economisch waarderen. Zijn taxateurs klaar om het economisch waarderen te omarmen en op grote schaal uit te gaan voeren? Welke rol kunnen taxateurs oppakken om economisch waarderen te implementeren? Dit zijn belangrijke vraagstukken met oog op de haalbaarheid van een implementatie van economisch waarderen.

#### **Zijn taxateurs in staat het economisch waarderen te omarmen en actief te promoten als aanvullende waarde methodiek voor vastgoedfinancieringen?**

- Kan een taxateur waarde toevoegen aan het proces van economisch waarderen bij vastgoedfinanciering?
- Hebben reguliere taxateurs de expertise en vaardigheden die relevant zijn voor het beoordelen van de economisch waarde van vastgoed?
- Welke rol speelt technologie in het veranderen van de taken en verantwoordelijkheden van een taxateur binnen het domein van economisch waarderen?

### **7.2 Analyse Kwalitatief onderzoek**

In juni en juli 2023 zijn diverse experts geïnterviewd om een diepere onderbouwing te verkrijgen van het onderwerp economisch waarderen voor vastgoedfinanciers. Dit hoofdstuk bevat de uitwerking van de interviews, georganiseerd volgens de onderzoeksvragen.

### **7.3 Uitwerking onderzoeksvragen**

De uitwerking van de onderzoeksvragen zijn geanonimiseerd, omdat enkelen van de respondenten een verzoek tot anonimisering hebben gedaan. De uitwerkingen van de interviews kunnen bij de onderzoeker worden opgevraagd.

#### 7.3.1 Onderzoeksvraag 1

#### **Is de marktwaarde als enige methodiek voor vastgoedtaxaties in Nederland te beperkt?**

Aan de hand van deze onderzoeksvraag is onderzocht welke rol marktwaarde heeft bij vastgoedfinancieringen en of deze voldoende wordt geacht.



Samenvattend zijn de resultaten als volgt:

<b>Marktwaarde voor vastgoedfinancieringen is te beperkt</b>
Kasstroom en Debt yield zijn van groter belang
Marktwaarde is geen primair sturingselement
Volatiliteit wordt in kaart gebracht door periodiek taxeren
Basis van convenantafspraken is vaak Loan to Value
Modellering lange termijn op basis van meer informatie dan marktwaarde
<b>Kanttekeningen</b>
Regelgeving verplicht marktwaarde
Onwaarschijnlijk dat verplichting marktwaarde vervalt
Vraagkant financiering sterk gericht op marktwaarde

Tabel 4: Marktwaarde voor vastgoedfinancieringen te beperkt (eigen bewerking, 2023)

De geïnterviewden hadden verschillende perspectieven op het begrip 'marktwaarde'. Deze diversiteit wordt voornamelijk beïnvloed door de verplichting om marktwaarde te gebruiken bij de taxatie van vastgoedfinancieringen. Respondenten benadrukten dat de marktwaarde het gangbare uitgangspunt is voor de gehele financieringsmarkt, ondanks de kritiek die erop bestaat. Tot op heden is de vraagzijde van financiering sterk gericht op marktwaarde als startpunt.

Vanaf 1 januari 2025 is het echter toegestaan om naast marktwaarde ook 'property value' te hanteren. Dit betekent dat marktwaarde niet langer de enige verplichte methodologie zal zijn voor vastgoedfinancieringen, zoals voorgeschreven in de Europese regelgeving.

### **Heeft een vastgoedfinancier voldoende aan de marktwaarde?**

De marktwaarde wordt over het algemeen beschouwd als een beperkte methodologie en de meerderheid van de respondenten ziet nog geen alternatieve methodologie die de marktwaarde volledig kan vervangen. Slechts één respondent, de risk manager, heeft aangegeven volledig van de marktwaarde af te willen stappen en deze te willen vervangen door een ander concept. Volgens deze respondent (de risk manager) fungeert de marktwaarde voornamelijk als een 'check the box', wat betekent dat het een verplichting is maar niet noodzakelijk om financiering te verkrijgen. Een respondent stelt het volgende: *Dus ja, er is wel wat kritiek op de marktwaarde. Aan de andere kant. Je moet ook kijken hoe de vraagkant opereert van de financiering* (zie transcript voor volledige interview).

Deze afkeer van de marktwaarde komt voort uit het feit dat deze als een momentopname wordt beschouwd, daarnaast hechtte de respondent weinig waarde aan de marktwaarde gedurende de looptijd van de lening. Een respondent stelt het volgende: *Voor ons is marktwaarde niet het heilige getal. Wat voor ons eigenlijk nog zwaarder weegt in onze risicoanalyse, is eigenlijk de kasstroom. Alle respondenten benadrukten dat de kasstroom belangrijker is dan de marktwaarde. De kasstroom vormt de basis voor de berekening van de debt yield, die volgens de respondenten van groter belang is dan de Loan to Value.*

### **Volatiliteit van de marktwaarde**

Ondanks dat de marktwaarde als momentopname wordt gezien, wordt de volatiliteit in kaart gebracht door het periodiek taxeren. Het periodiek taxeren wordt breed gedragen door de Nederlandse banken en is daarnaast verplicht door regelgeving. Op basis van deze periodieke taxaties worden convenanten gecontroleerd en bij uitschieters wordt er een proces gestart bij riskmanagement om risico's te beperken.

## Marktwaaarde over een langere termijn

Voor wat betreft langetermijnrisico-inschattingen wordt de marktwaaarde niet op zichzelf gebruikt, behalve tijdens periodieke taxaties. Convenantafspraken zijn vaak gebaseerd op Loan-to-Value (LTV), maar de langetermijnkasstroom wordt als belangrijker beschouwd. Eén van de respondenten benadrukte dat marktwaaarde geen direct stuurinstrument is, maar vanuit regelgeving moeten financiers periodiek taxeren en dit in hun beoordelingen meenemen. Als een klant in zwaar weer verkeert, kan het echter nodig zijn jaarlijks te taxeren. Marktwaaarde wordt wel meegewogen op de lange termijn, maar heeft daar een minder prominente rol. Op basis van taxaties worden analyses gemaakt van huurders, de locatie, marktontwikkelingen en leegstandsperioden. Bovendien zijn financiers vertrouwd met de klant en hebben ze inzicht in de financiële situatie, prestaties en track record. Banken hanteren vervolgens eigen modellen om te voorspellen hoe de situatie er over enkele jaren uitziet, maar volgens één respondent wordt deze methode niet altijd adequaat onderbouwd.

## Conclusie

De respondenten waren het erover eens dat de marktwaaarde een beperkte rol speelt in vastgoedfinanciering. Hoewel de marktwaaarde nog steeds verplicht is (vooral tijdens periodieke taxaties), wordt er op de lange termijn relatief weinig nadruk gelegd op de marktwaaarde. Eén respondent zei hierover het volgende: *De marktwaaarde ansich wordt wel ingevuld, maar daarna is er nog een heel circus wat er gespeeld wordt.* Andere methoden, zoals kasstroom en debt yield, worden als belangrijker beschouwd in de vastgoedfinanciering. Hoewel de marktwaaarde een rol blijft spelen, is deze ondergeschikt aan deze andere methoden.

Voor een adequate inschatting van leningen op lange termijn hebben vastgoedfinanciers meer informatie nodig dan alleen de marktwaaarde. Desondanks verwachtten de respondenten niet dat de marktwaaarde op korte termijn een minder prominente rol zal gaan spelen.

In het kort, de marktwaaarde blijft een verplicht en belangrijk aspect in vastgoedfinanciering, ondanks enige kritiek. Op de lange termijn wordt er echter minder nadruk op gelegd, waarbij de focus verschuift naar kasstromen en de analyse van diverse andere factoren.

## Onderzoeksvraag 2

### Levert het economisch waarden vastgoedfinanciers relevante informatie op omtrent de risico's van vastgoed op de lange termijn?

Samenvattend zijn de resultaten als volgt:

Relevantie Economisch waarden omtrent risico's vastgoedfinanciering
Zachte kant/ondernemerschap kwantificeren is gewenst
Voorspellen toekomstige waarde lastig
Economisch waarden beter instrument voor risico afwegingen
Mortgage lending value niet gewenst bij Nederlandse banken
Economisch waarden als financieringsmethodiek niet bruikbaar
Economisch waarden kan rol spelen in risicobeoordeling en besluitvorming

Tabel 5 Relevantie economisch waarden omtrent risico's vastgoedfinanciering (eigen bewerking, 2023)

## Inzicht in de waarde

Aan de hand van deze onderzoeksvraag is onderzocht welke toegevoegde waarde

economische waarde kan hebben voor vastgoedfinanciers, met specifieke nadruk op risicobeheer op de lange termijn. De meningen onder de respondenten waren divers, wat deels te verklaren is door de verschillende achtergronden van de respondenten. De respondenten bij de vastgoedfinanciers kunnen worden onderverdeeld in twee categorieën: Individuen met een commerciële oriëntatie en degenen die zich primair richten op risicobeheer.

Wat betreft het inzicht in langetermijn waarde gaven sommige respondenten aan dat economisch waarderen kan helpen om een beter begrip te krijgen van de waarde. Dit komt doordat de marktwaarde beperkt is tot een momentopname, terwijl economisch waarderen inzicht biedt in de waarde op de lange termijn. Eén respondent illustreerde dit met het voorbeeld dat sommige ondernemers in staat zijn geschikte logistieke hallen te bouwen, terwijl anderen dat niet kunnen. Hij suggereerde dat dit waarschijnlijk te maken heeft met het ondernemerschap, een kwaliteit die moeilijk te waarderen is. Economisch waarderen biedt echter wel een manier om deze 'zachte' aspecten te kwantificeren, wat financiers een meetbaar inzicht verschaft dat in huidige modellen ontbreekt.

Een respondent uitte echter enige kritiek op deze methode. Deze respondent antwoordde het volgende: *Van het economisch waarderen weten we altijd zeker dat deze waarde nooit gehaald zal worden.* Deze respondent was terughoudend om toekomstige waarden in hun rapporten op te nemen. Desondanks erkende dezelfde respondent dat vanuit een waardering technisch oogpunt economisch waarderen een veel beter instrument kan zijn voor het afwegen van risico's.

### **Relatie economisch waarderen en Mortgage Lending Value**

Wat betreft de MLV in relatie tot economische waardering zijn de meeste respondenten terughoudend ten aanzien van het gebruik van MLV. Hoewel er overeenkomsten zijn, verwachtten de meeste respondenten niet dat Nederlandse banken de MLV zullen gaan toepassen. Deze terughoudendheid komt deels door de structuur van Nederlandse banken en vanwege politieke overwegingen. Eén respondent merkte op dat het Long Term Sustainable Value-initiatief is ontstaan als reactie op deze terughoudendheid. Dit initiatief kreeg echter kritiek vanwege de betrokkenheid van Duitse partijen en stuitte daardoor op weerstand. De meerderheid van de respondenten gaf de voorkeur aan een andere methode dan de MLV.

### **Kan de vastgoedfinancier profiteren van het gebruik van economisch waarderen?**

Op de vraag of vastgoedfinanciers kunnen profiteren van economisch waarderen, is het antwoord in eerste instantie negatief, zoals aangegeven door de commerciële respondenten. Ze stelden dat deze methodiek momenteel niet bruikbaar is binnen de huidige systematiek van vastgoedfinancieringen, voornamelijk vanwege beperkingen in de regelgeving. Echter, vanuit een riskmanagementperspectief zien andere respondenten wel degelijk waarde in het gebruik van economisch waarderen.

Wat vrijwel alle respondenten echter eensgezind delen, is dat economisch waarderen een effectieve methode kan zijn voor het inschatten van risico's en het nemen van beslissingen bij het verstrekken van leningen. Ze gaven aan dat banken in feite al elementen van economisch waarderen toepassen, zoals het beoordelen van toekomstige mogelijkheden, de stabiliteit van het management en het product en het inschatten van langetermijnrisico's. Bovendien brengen ze het verloop van de kasstromen nauwkeurig in kaart in hun eigen

modellen. Echter, deze factoren worden momenteel niet samengebracht in een enkele waarde.

Commerciële respondenten benadrukten dat economisch waarden waarde kan toevoegen aan het besluitvormingsproces met betrekking tot leningen, met name in gevallen waar bankmedewerkers verantwoordelijk zijn voor diverse sectoren en wellicht beperkte kennis hebben van alle sectoren. Een respondent illustreerde dit met een praktijkvoorbeeld waarin een portefeuille met een hoge Loan-to-Value-ratio van 95% mogelijk minder snel zou worden afgestoten als economische waardering als basis had gediend. De waarde zou weliswaar zijn gedaald, maar wellicht minder drastisch dan de marktwaarde. De meeste respondenten benadrukten de wenselijkheid van scenarioanalyse bij economisch waarden, waarbij een reeks uitkomsten wordt gepresenteerd en de taxateur het meest waarschijnlijke scenario onderbouwt.

### **Conclusie**

De meningen van de commerciële respondenten waren vrijwel unaniem in hun overtuiging dat economisch waarden momenteel niet geschikt is als basis voor financiering binnen de bestaande bankensystemen. Banken zijn wettelijk verplicht om marktwaardering als uitgangspunt te nemen en deze visie wordt voornamelijk gevormd vanuit een regelgevend perspectief.

Uit de interviews blijkt ook dat de meningen over economisch waarden variëren afhankelijk van het type respondent. Commerciële bankiers zien niet direct de voordelen van economisch waarden, terwijl riskmanagers het als belangrijker beschouwen. Het opvallende is dat, ondanks de stelling van commerciële bankiers dat economisch waarden niet bruikbaar is, sommige afdelingen binnen de bank al een vorm van economisch waarden toepassen. Met eigen modellen van de bank wordt op basis van een marktwaarde en andere data zoals de kasstroom een inschatting gemaakt van de risico's op de lange termijn. Het verschil met economisch waarden is dat er daadwerkelijk een waarde wordt gegeven op bijvoorbeeld  $T=15$ .

Vrijwel alle respondenten benadrukten dat economisch waarden een rol kan spelen in risicobeoordeling en besluitvorming. Banken voeren interne analyses uit over de levensvatbaarheid van leningen in de toekomst, waarbij verschillende aspecten van economisch waarden worden overwogen. Dit proces heeft weinig betrekking op externe partijen zoals taxateurs. De respondenten waren het erover eens dat een scenarioanalyse bij economisch waarden wenselijk is vanuit het perspectief van vastgoedfinanciering.

In feite kan economisch waarden worden gebruikt als methodologie door taxateurs voor financieringsdoeleinden, maar de marktwaarde blijft voorlopig een cruciale rol spelen. Economisch waarden biedt echter een beter inzicht in de waarde en daarmee inzicht in de risico's, wat vooral relevant is voor riskmanagers. De toekomstige rol van economisch waarden zal afhangen van de specifieke afdeling binnen een bank en de mate van belang die zij eraan hechten.

#### 7.3.2 Onderzoeksvraag 3

### **Kan economisch waarden als een aanvullende waarde methodiek bij taxaties omtrent vastgoedfinancieringen verplicht gesteld worden door vastgoedfinanciers?**

Aan de hand van deze onderzoeksvraag wordt onderzocht of vastgoedfinanciers economische waardering als relevant beschouwen bij vastgoedfinanciering. Hier is

onderzocht of economisch waarden bij de vastgoedfinancier kan worden geïmplementeerd en welke uitdagingen hierbij ervaren worden.

Samenvattend zijn de resultaten als volgt:

<b>Economisch waarden implementeren</b>
Regelgeving maakt implementatie van Economisch waarden lastig
Europa dient voor implementatie dezelfde wijze als marktwaarde een rol te spelen
Implementatie voornamelijk als advies stuk
Verkrijgen specifieke informatie mogelijk een belemmering
Kans van slagen Economisch waarden hoger tijdens laagconjunctuur
Risk management ziet toegevoegde waarde van Economisch waarden
Economisch waarden staat niet op de agenda bij Vastgoedfinanciers

Tabel 6: Economisch waarden implementatie (eigen bewerking, 2023)

### **Implementatie van economisch waarden bij de vastgoedfinancier**

De respondenten zijn allen van mening dat economisch waarden op dit moment voor een vastgoedfinancier lastig is om een rol te geven binnen de huidige systematiek. Hiervoor bestaan diverse redenen. Het belangrijkste argument hiervoor is de huidige regelgeving. De regelgeving biedt geen ruimte om economisch waarden als grondslag te implementeren. De regelgeving is het grootste pijnpunt. Zonder regelgeving zal geen bank een dergelijke methode implementeren. Zonder regelgeving is er ook geen *funding* voor een andere methodiek. De bank kan op dit moment geen financiering op economisch waarden baseren. Zoals al bleek uit onderzoeksvraag 2 is voor de risk manager economisch waarden veel interessanter. Deze respondent stelde het volgende: *Je hebt eerst een goede crisis nodig om te kunnen zien wat de impact is.*

Er wordt door een drietal respondenten wel aangegeven dat er behoefte is aan een ander waarderingsinstrument, die tot op heden nog niet ingevuld is. Bovendien is de implementatie in Nederland gecompliceerd vanwege het feit dat het een internationale markt betreft. De respondenten geven aan dat dergelijke methoden lastig zijn om te implementeren als dit niet door Europa breed opgepakt wordt. Indien een dergelijke methodiek in Nederland wel door de Nederlandse banken wordt opgepakt verwachten de respondenten dat deze een concurrentie nadeel zullen ervaren. Volgens één van de respondenten, wanneer dit concept op Europees niveau wordt aangenomen, ontstaat er slagkracht en zal iedereen dezelfde taal spreken. Deze slagkracht ontbreekt wanneer dit alleen in Nederland wordt doorgevoerd. Wanneer dit niet op Europees niveau wordt gelijkgetrokken, is het voor de buitenlandse beleggers niet uitvoerbaar. Deze respondent verwacht dan dat beleggers buitenlandse banken mee zullen nemen. De kanttekening die deze respondent hierbij plaatste, is dat de kans van een Europese implementatie klein is. Over het algemeen zijn de meeste Europese landen niet zo ver gevorderd als in Nederland, het Verenigd Koninkrijk en Duitsland. In deze landen is de regelgeving verder ontwikkeld. Vanwege het ontbreken van een gelijkwaardige ontwikkelingsniveau in Europa, wordt het implementeren van economisch waarden problematischer. Met name wanneer er sprake is van financieringsconstructies op Europese portefeuille niveau. Daarnaast zagen de respondenten een belemmering in het feit dat economisch waarden nog een relatief vrije methodiek is. Economisch waarden is tot op heden niet opgenomen in vergelijkbare vorm als het *Red Book* of *Blue Book*. De respondenten verwachten dat als een vastgoedfinancier economisch waarden accepteert, deze nader vastgelegd dient te worden als methodiek. Een respondent reageerde op het feit

dat economisch waarden nog een vrije methodiek is, het volgende: *Maar als je het vrij laat dan zal het bij een bank niet gaan vliegen. Een bank zal toch meer richtlijnen en regeltjes willen hebben.* De vastgoedfinanciers gaven aan dat economisch waarden momenteel niet op de agenda staat bij financiers in Nederland. De grotere thema's op dit moment zijn kwaliteit, regelgeving, verduurzaming en digitalisering. Maar een respondent verwacht wel dat op de lange termijn een discussie over een andere methodiek op gang zal gaan komen.

### **Obstakels verkrijgen informatie**

De meeste respondenten gaven aan dat zij obstakels zien voor het verkrijgen van informatie, met name financiële informatie omtrent het management. Daarnaast vroegen de respondenten zich af, in welke mate een taxateur geschikt is om het management te beoordelen en deze beoordeling te kwantificeren. Aangezien een vastgoedfinancier meerdere contactmomenten heeft en verwacht hierin een betere beoordeling te kunnen vormen dan een taxateur. Eén respondent gaf aan dat er nu van een taxateur verwacht wordt dat er binnen twee weken een waardeoordeel klaar ligt en verwacht op grote schaal niet vergelijkbare doorlooptijden te kunnen behalen wanneer aanvullend economisch waarden wordt uitgevoerd.

### **Kansen economisch waarden bij hoog of laagconjunctuur**

De respondenten hebben aangegeven dat ze liever niet zien dat een implementatie plaatsvindt in hetzelfde rapport. Ze geven aan dat wanneer er twee waarden in een rapport worden gepresenteerd, risk management altijd zal uitgaan van de laagste waarde. Eén van de respondenten was van mening dat het volledig gescheiden moet worden bij de taxateur, met een aparte afdeling voor marktwaarde en een afdeling voor economische waardering. Deze respondent stelde: *Mijn ideale plaatje zou zijn dat we eerst een periode kennen van marktwaarde en economisch waarde naast elkaar en uiteindelijk dat economisch waarden in de toekomst belangrijker wordt.* De vergoeding voor een dergelijke methodiek speelt ook een rol, wat kan resulteren in minder acceptatie van een tweede waarde naast marktwaarde. Een andere respondent achtte de kans klein voor acceptatie van economisch waarden bij een hoogconjunctuur en stelde daarbij het volgende: *In een opgaande markt hoor je niemand erover.*

### **Rapporteringswensen**

De respondenten hebben aangegeven dat ze liever geen implementatie in hetzelfde rapport zien plaatsvinden. Een respondent gaf aan dat: *Als ik twee waardes laat opschrijven dan weet ik één ding zeker: onze afdeling Risk, die zal altijd de laagste pakken.* Eén van de respondenten was van mening dat er een volledige scheiding moet zijn bij de taxateur: een afdeling voor marktwaarde en een afdeling voor economische waardering. Zijn voorkeur voor de toekomst is dat marktwaarde geleidelijk wordt afgebouwd ten gunste van economische waardering. De vergoeding voor een dergelijke methodiek speelt ook een rol, waardoor een tweede waarde naast marktwaarde mogelijk minder acceptabel is.

### **Conclusie**

Op basis van de huidige trends lijkt het onwaarschijnlijk dat economische waardering op korte termijn zal worden geïntegreerd in de operationele praktijken van commerciële banken. Volgens de respondenten hebben economische waarden de meeste kans als dit op de agenda komt in Europa, aangezien Nederlandse vastgoedfinanciers er momenteel weinig mee bezig zijn. De verwachting is echter dat zelfs in dit geval, implementatie op de lange termijn zal plaatsvinden. Voor de implementatie van economische waarden zal een groep belanghebbenden dit actief onder de aandacht moeten brengen bij de regelgevende

instanties. Het wordt niet verwacht dat vastgoedfinanciers hier zelf het voortouw in zullen nemen.

Hoewel regelgeving een beperkende factor is voor de implementatie van economische waarderingen op dezelfde schaal als marktwaarderingen, betekent dit niet dat er geen mogelijkheden zijn voor implementatie. Hierbij kan worden gedacht aan de toepassing ervan binnen de risk management afdelingen, die behoefte hebben aan een beter inzicht in de waarde en risico's op de lange termijn. Dit zou met name van toepassing kunnen zijn op vastgoed van een meer specifieke aard, vergelijkbaar met exploitatiegebonden vastgoed.

### 7.3.3 Onderzoeksvraag 4

#### **Zijn taxateurs in staat het economisch waarden te omarmen en actief te promoten als aanvullende waarde methodiek voor vastgoedfinancieringen?**

Tijdens de interviews is onderzocht wat de respondenten denken over de rol van taxateurs omtrent economisch waarden. Specifiek of deze taxateurs de expertise en vaardigheden hiervoor hebben en of zij in het proces van implementatie van economisch waarden voor de vastgoedfinancier van toegevoegde waarde kunnen zijn. Daarnaast welke rol technologie hierin kan gaan spelen.

Samenvattend zijn de resultaten als volgt:

<b>Omarmen Economisch waarden</b>
Taxateurs nu niet in staat om Economisch waarden op grootschaal uit te voeren
Economisch waarden zal bij implementatie een overgangperiode kennen
Acceptatie economisch waarden door taxateurs zorgt voor ontwikkeling van het vak
Techonologie gaat een alsmear grotere rol spelen mede door kunstmatige intelligentie
Kans van slagen Economisch waarden hoger tijdens laagconjunctuur

Tabel 7: Omarmen economisch waarden (eigen bewerking, 2023)

#### **Expertise en vaardigheden taxateur**

Alle respondenten waren het erover eens dat op korte termijn taxateurs niet in staat zullen zijn om economische waardering grootschalig te implementeren. De respondenten gaven aan dat taxateurs momenteel niet beschikken over de vereiste kennis en vaardigheden om huurders te beoordelen als goed of slecht, evenals vastgoedeigenaren. Een respondent stelde het volgende als het gaat om beoordelen van de financiële informatie van een bedrijf: *De gemiddelde taxateur is echt geen bedrijfskundige*. Eén van de respondenten trok een vergelijking met de certificering voor grootzakelijk vastgoed en verwacht dat het lastig zal zijn voor taxateurs om dergelijke certificeringen breed toe te passen. Deze vergelijking zal ook van toepassing zijn op economische waardering. De respondent verwacht dat er een inlooperperiode nodig zal zijn, met name bij de grote kantoren. De haalbaarheid op korte termijn wordt als beperkt beschouwd, maar er is wel potentie op de lange termijn.

#### **Implementatie bij taxateurs.**

Tijdens het interview gaven enkele respondenten aan dat het beroep van taxateur in de komende vijf tot tien jaar onder druk zal komen te staan. Ze zijn ervan overtuigd dat andere waarderingmethoden, zoals economische waardering en op data gebaseerde kunstmatige intelligentie, een grotere rol zullen gaan spelen. Op basis van deze overtuiging adviseren sommige respondenten om taxateurs voor te bereiden op deze veranderingen en te investeren in het verkennen en omarmen van nieuwe businessmodellen in de context van taxatie. Ze suggereerden dat het van belang is om te onderzoeken hoe economische

waardering geïntegreerd kan worden in het werk van de taxateur, met name met het oog op de professionele ontwikkeling van de taxateur en de evolutie van het vakgebied. Er werd echter ook een kritische noot geplaatst, waarbij één respondent het volgende aangaf: *Maar zo niet, dan zit je werk te doen voor niks, want als het geen standaard wordt, dan gaat het niet werken.*

### **Technologie**

Alle respondenten zijn ervan overtuigd dat technologie een grote rol zal gaan spelen, niet alleen in het algemeen maar ook specifiek bij economische waardering. Volgens de respondenten zal kunstmatige intelligentie in staat zijn om grote hoeveelheden data te vergelijken, waardoor historische gegevens steeds eenvoudiger te verkrijgen zijn. Deze data zal van grote waarde zijn voor economische waardering. Bovendien verwacht één respondent dat het mogelijk is om op basis van data en kunstmatige intelligentie verbanden te ontdekken, bijvoorbeeld tussen bouwmaterialen en waardering, die tot op heden nog niet zijn waargenomen.

Alle respondenten waren het erover eens dat menselijke betrokkenheid essentieel zal blijven. Kunstmatige intelligentie is uitstekend in staat om data te verwerken, maar voorspellingen zijn voor deze programma's nog steeds een uitdaging.

### **Conclusie**

De respondenten waren van mening dat taxateurs momenteel nog niet in staat zijn om economische waardering op grootschalige wijze te implementeren. In het geval van een eventuele implementatie van economische waardering zal er een overgangperiode van enkele jaren zijn. Er bestaat een risico dat dit voornamelijk zal worden opgepakt door de grotere kantoren en dat taxateurs bij lokale kantoren mogelijk moeite zullen hebben om hiermee gelijke tred te houden. Een goed opgezet educatieprogramma voor economische waardering zal van cruciaal belang zijn in dit verband. De respondenten verwachten dat het beroep van de taxateur meer onder druk zal komen te staan en zij benadrukten dat het voor taxateurs van essentieel belang is om zich voortdurend te blijven ontwikkelen, waarbij economische waardering nieuwe mogelijkheden biedt. Overigens ligt het implementeren van scenario analyses in lijn met de reeds verouderde uitgave van de PTA, zij stelden dit te doen doormiddel van gevoeligheidsanalyse bij taxaties.

## **7.4 Verslag expert sessie**

Naast de verkennende interviews is er een expertsessie gehouden met de schrijvers van het boek *Praktijkhandleiding Economisch Waarderen*. De schrijvers van dit boek zijn prof. dr. Tom Berkhout MRE MRICS, drs. Baldwin Poolman MRE MRICS REV RT en Roel Drenth MScRE MRICS RT. Vanwege agenda technische redenen is de expertsessie in twee delen gehouden, waarbij de eerste sessie bestond uit Baldwin Poolman en Roel Drenth. De tweede sessie is gehouden met Tom Berkhout en Baldwin Poolman.

Vanwege het verkennende karakter van het onderzoek is het nuttig gebleken om tijdens een bijeenkomst met meerdere deskundigen de verkregen informatie terug te koppelen en hierop reflectie te vragen. De expert sessie stond dan ook in teken van reflectie op de resultaten van het interview en implementatiemogelijkheden van economisch waarderen.

### **7.4.1 Conclusie uit expert sessie**

Aan de hand van de eerste expert sessie is voornamelijk de zienswijze van de taxateur naar voren gekomen omtrent economisch waarderen. Daarbij is de discussie ontstaan hoe een



taxateur met economisch waarden kan aanhaken bij een vastgoedfinancier. Dhr. Drenth en dhr. Poolman onderkennen dat de vastgoedfinancier economisch waarden niet op een vergelijkbare wijze zullen implementeren als de marktwaarde. Daar simpelweg regelgeving hiervoor niet deze ruimte op dit moment heeft. Zij verwachten dat economisch waarden op dit moment sneller in gebruik kan worden genomen bij vastgoed dat exploitatie gebonden is. Exploitatiegebonden vastgoedwaarderingen krijgen een uitgebreidere toelichting dan een reguliere bedrijfshal of enkele woning. De behoefte naar economisch waarden bij de risk afdeling van vastgoedfinanciers is groter volgens dhr. Drenth en dhr. Poolman. Aangezien de risk afdeling op zoek zal zijn naar een beter inzicht in toekomstige kasstromen, waarden en een kwaliteitsafweging van het subject bij dergelijk vastgoed.

Deze bevinding ligt in lijn met de tweede sessie die gehouden is met dhr. Berkhout en dhr. Poolman. Er wordt benadrukt dat er binnen de vastgoedfinanciers verschillende denkwijzen zijn als het gaat om financieringen. De commerciant zal zich meer richten op de regelgeving en de korte termijn. Daarbij hoort de marktwaarde en is er tot op heden geen ruimte voor een waarde als economisch waarden. De risk afdeling heeft deze belemmering in mindere mate. Economisch waarden wordt al informeel uitgevoerd door de vastgoedfinancier. De financier kijkt naar de risico's in de toekomst en tracht een inschatting te maken van de kasstromen voor de looptijd van de lening. Waar economisch waarden het verschil maakt is dat deze informatie samenkomt en er een schatting wordt gemaakt van een mogelijke prijs in de toekomst. De risk afdeling heeft meer baat bij een inschatting van deze risico's. De commerciant zal in zekere mate zich ook moeten verdiepen in de toekomstige risico's.

Economisch waarden kan een grotere rol gaan spelen in Nederland bij de vastgoedfinanciers. Het hoeft daarbij niet geïmplementeerd te worden in regelgeving. De verwachting is dat er vanuit Europa hierin op korte termijn geen actie ondernomen zal worden. Het is overigens niet onmogelijk dat dit in de toekomst wel op de Europese agenda komt. Tijdens het gesprek wordt duidelijk dat de opkomst van Prudent Value aangeeft dat er ruimte is voor diversiteit aan waarderingsmethodieken binnen de regelgeving. Implementatie van economisch waarden zal actief opgepakt moeten worden. Dit kan doormiddel van het samenkomen van grote taxatiekantoren die samen diverse casussen gaan uitwerken. Hierbij kan gedacht worden aan het uitnodigen van andere stakeholders, zoals institutionele beleggers en vastgoedfinanciers. Om in overleg te gaan welke parameters deze partijen van belang achten. Uit de interviews is gebleken dat de scenario analyse van nut bevonden werd. Scenario analyses zijn mogelijk een toekomstige aanvulling voor de economische waarderingsmethodiek.

## 8. Conclusie

### 8.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt de conclusie van het onderzoek beschreven door middel van een samenvatting van de literatuurstudie, interviews en een expert sessie. Bovendien wordt antwoord gegeven op de hoofdvraag, zoals geformuleerd in hoofdstuk 1. De resultaten zijn gepresenteerd aan het management van Dynamis Taxaties Nederland, en in samenwerking met het management is gekeken naar de mogelijkheid van de implementatie van economische waardering voor vastgoedfinanciering.

### 8.2 Beantwoording hoofdvraag

#### ***Leidt economisch waarden tot een betere risico inschatting voor vastgoed financiers bij commercieel vastgoed?***

Ja, economisch waarden leidt tot een betere risico inschatting voor vastgoedfinanciers bij commercieel vastgoed. De vastgoedfinancier voert momenteel al een informele economisch waardering uit. Hierbij worden de toekomstige risico's beoordeeld en wordt geprobeerd een inschatting te maken van de verwachte kasstromen gedurende de leningsperiode. Wat economisch waarden onderscheidt, is dat het al deze informatie samenbrengt en een schatting maakt van de mogelijke waarde in de toekomst. De risk management afdeling heeft vooral baat bij een inschatting van deze risico's, maar de commerciant zal zich ook in enige mate moeten verdiepen in de toekomstige risico's. Deze verdiepingsslag zal bijdragen aan een beter inzicht in de uiteindelijke risico's per financiering.

Hieronder volgt een onderbouwing van de beantwoording van de hoofdvraag op basis van de literatuurstudie, interviews en expert sessie.

In deze company research paper zijn de verschillende waardebegrippen beschreven. Waarbij de focus ligt op de meest gangbare reguliere waardebegrippen en de langere termijn waardebegrippen (L-TV) die tot nu toe in de literatuur zijn verschenen. Het concept van deze L-TV waardebegrippen staat nog in de beginfase in vergelijking met de marktwaarde. Desondanks is er een groeiende interesse vanuit diverse partijen om verder te kijken dan alleen de marktwaarde en deze langere termijn waardebegrippen te verkennen. De consensus is dat de marktwaarde een snapshot is van de huidige markt, dit geeft een beperkte inzicht in de risico's op de lange termijn.

Economisch waarden biedt vastgoedfinanciers verschillende voordelen, waaronder een dieper inzicht in de werkelijke waarde van vastgoedobjecten en -portefeuilles op basis van verwachte toekomstige kasstromen. Economisch waarden gaat verder dan de marktprijs en stelt financiers in staat om nauwkeuriger het risico en rendement van hun investering te bepalen. Het concept dient als een belangrijk instrument voor risicobeheer doordat het potentiële risico's zoals leegstand, marktveranderingen, mogelijke bestemmingswijzingen en juridische belemmeringen identificeert. Het identificeren van deze risico's maakt passende maatregelen mogelijk, zoals aanpassingen in leningsvoorwaarden, diversificatie van de portefeuille en het vaststellen van reserves. Bovendien ondersteunt economisch waarden de besluitvorming bij het verstrekken van leningen, vaststellen van leenlimieten en rentetarieven en het vergelijken en benchmarken van verschillende vastgoedinvesteringen. In totaal resulteert dit in beter geïnformeerde beslissingen, effectief risicobeheer en geoptimaliseerde portefeuilles voor vastgoedfinanciers.

De basis waarop vastgoedfinanciers hun risico inschatting bestaat uit een diversiteit van parameters. De marktwaarde wordt hierin meegenomen als één van de belangrijke uitgangspunten, maar is niet het belangrijkste uitgangspunt. De marktwaarde is vanuit regelgeving een verplichting om te hanteren bij vastgoedfinancieringen. Bij het kijken naar de toekomst en het maken van risico inschattingen, zijn parameters zoals de kasstroom van groter belang dan de marktwaarde, die slechts een momentopname is. De marktwaarde is geen sturingselement. In die zin heeft de marktwaarde een beperkt karakter als het gaat om risico inschattingen voor de toekomst.

De vastgoedfinancier maakt zijn eigen risico inschattingen op basis van onder andere het management, huurders, kasstromen, courantheid van locatie, marktontwikkelingen, leegstandsperiodes en verder diversiteit aan parameters. De vastgoedfinancier maakt op een informele manier gebruik van het economisch waarden zonder hier een waarde in de tijd aan te geven. De rol van economisch waarden voor de vastgoedfinancier is voornamelijk voor de Risk management afdeling. Er is behoefte aan een goede onderbouwing van de risico inschattingen waarin de taxateur een rol kan gaan spelen.

Economisch waarden kan in Nederland een grotere rol gaan spelen bij vastgoedfinanciers, zonder dat dit direct in regelgeving geïmplementeerd hoeft te worden. Op korte termijn wordt niet verwacht dat er vanuit Europa actie zal worden ondernomen, maar in de toekomst is het niet uitgesloten dat dit op de Europese agenda komt te staan. De opkomst van de Prudent value laat zien dat er ruimte is voor een diversiteit aan waarderingsmethodieken in de regelgeving.

### **8.3 Implementatiemogelijkheden**

Het uitgevoerde onderzoek heeft waardevol inzicht geboden in de toepasbaarheid van economisch waarden voor vastgoedfinanciers en taxateurs. De resultaten hebben aangetoond dat economisch waarden een belangrijke rol kan spelen bij het verkrijgen van inzicht in de risico's en waarde van vastgoedobjecten en -portefeuilles, verder dan alleen de traditionele marktprijs. Op basis van het onderzoek is het duidelijk dat de huidige aanpak van banken weinig kans biedt voor een snelle implementatie van economisch waarden op een vergelijkbare manier als de marktwaarde, vooral aan de commerciële zijde van de banken. Het daadwerkelijk implementeren van economisch waarden vereist actieve inspanningen van een groep mensen om de regelgevende instanties hiervan bewust te maken.

Hoewel regelgeving momenteel een hindernis vormt voor een brede implementatie van economisch waarden, betekent dit niet dat er geen mogelijkheden zijn om het toch toe te passen. Een strategie kan zijn om het eerst te implementeren bij de risk management afdeling, die een grotere behoefte heeft aan diepgaand inzicht in de waarde en risico's op de lange termijn. Een passende toepassing kan worden gevonden in vastgoed dat specifiek van aard is, vergelijkbaar met exploitatie gebonden vastgoed. Hierdoor kunnen gerichte inzichten worden verkregen en kan economisch waarden stapsgewijs binnen een organisatie worden geïntroduceerd. Op deze manier kan de acceptatie van economisch waarden geleidelijk aan groeien en zich verder verspreiden.

Om economisch waarden succesvol te implementeren, is een proactieve aanpak essentieel. Een mogelijke strategie is om de grote taxatiekantoren bijeen te brengen om gezamenlijk diverse casussen uit te werken. Hierbij is het ook waardevol om andere

belanghebbenden, zoals institutionele beleggers en vastgoedfinanciers, uit te nodigen voor overleg. Door dit gezamenlijke overleg kunnen relevante parameters worden geïdentificeerd die deze partijen van belang achten bij het beoordelen van de economisch waarde van vastgoed. Het uitwerken van praktijkgerichte casussen en het verkrijgen van input van diverse stakeholders zal een solide basis leggen voor een succesvolle implementatie van economisch waarden binnen de branche.

Bovendien is het mogelijk dat Dynamis Taxaties Nederland, door te anticiperen op de implementatie van economisch waarden, een voortrekkersrol kan vervullen binnen de branche. Door deze benadering kan Dynamis Taxaties Nederland zich onderscheiden van concurrenten en een nieuw unique selling point aanbieden. De bevindingen van dit onderzoek zullen ook worden ingezet als een marketingtool om de expertise en innovatieve aanpak van Dynamis Taxaties Nederland te benadrukken.

## 8.4 Reflectie

Het onderzoek was verkennend van aard. Het gebrek aan uitgebreide literatuur over het onderwerp kwam duidelijk naar voren tijdens de literatuurstudie en werd ook bevestigd tijdens de interviews. Voor veel van de respondenten is economisch waarden vooral nog een theoretische exercitie. Daarnaast waren de interviews opvolgend van aard, waardoor de informatie van de ene respondent niet teruggekoppeld kon worden aan de voorgaande. De expert sessie was van uitermate belang, aangezien de experts hun visie konden delen over de resultaten van de interviews.

Voorafgaand de interviews is een case study uitgevoerd. Doordat economisch waarden in de praktijk voor de vastgoedfinancier helaas nog niet wordt uitgevoerd is het voor de onderzoeker niet mogelijk geweest om een praktijkvoorbeeld te analyseren. Er is gekozen voor een analyse van de casussen die zijn uitgewerkt voor de *Praktijkhandreiking Economisch waarden 1.0* (2020). Deze casussen geven weliswaar een inzicht hoe economisch waarden van toepassing kan zijn voor de vastgoedfinancier. Een daadwerkelijk uitgevoerde opdracht economisch waarden voor een vastgoedfinancier had van grotere waarde kunnen zijn als input voor de interviews. Op deze manier kan onderzocht worden hoe de vastgoedfinancier het economisch waarden in de praktijk had ervaren voor de risico inschattingen op de lange termijn.

In tegenstelling tot voorgaande onderzoeken is het begrip economisch waarde breder bekend geworden, mede door de inspanningen van dhr. Berkhout en NVM. Toch bleek dat inhoudelijk er nog onduidelijkheden zijn omtrent het economisch waarden bij de respondenten. Daarnaast is gebleken dat de antwoorden zeer afhankelijk zijn vanaf welke afdeling de respondent komt. De risk manager zal meer affiniteit hebben met economisch waarden dan de commerciant. Door dit onderzoek is er een goed inzicht gekregen in de gebieden waar economisch waarden van toegevoegde waarde kan zijn. In de toekomst zal wellicht een enquête een grotere vorm van betrouwbaarheid geven, daar de vraagstellingen meer mensen binnen de vastgoedfinanciers kunnen bereiken. Daarbij dient duidelijk uitgesplitst te worden welke respondent van welke afdeling komt.

## 8.5 Aanbeveling

Het onderwerp economisch waarden bevindt zich nog in de beginfase. De taxatiewereld zal naar verwachting de komende jaren onder druk blijven staan om verder te ontwikkelen en daar past economisch waarden ook in. Deze waarderingsmethodiek zal verder ontwikkeld

moeten worden, indien economisch breder toegepast kan worden. Het door ontwikkelen kan bijvoorbeeld door een praktijkhandreiking economisch waarden 2.0, waarin onder andere scenario analyses worden meegenomen. De respondenten van de interviews gaven aan dat een nog beter inzicht in de toekomstige waarde mogelijk is door middel van een scenario analyse. Hierbij wordt ook een laag en hoog risico scenario geschetst. Daarnaast is uit het onderzoek gebleken dat vastgoedfinanciers meer grip zoeken als het gaat om economisch waarden. De methodiek is nu nog relatief vrij. Hierdoor lijkt de implementatie beperkt te blijven tot een adviesdocument. Economisch waarden kan mogelijk breder geaccepteerd worden wanneer deze vrije methode wordt losgelaten en deze duidelijker ingekaderd wordt. Bovendien zal naarmate de onzekerheid op de markt toeneemt, de vraag naar een nauwkeurigere risico-inschatting steeds belangrijker worden. Aangezien economisch waarden een relatief jong begrip is en er weinig academisch onderzoek naar is gedaan, is het essentieel om vervolgonderzoek uit te voeren om economisch waarden breder in het maatschappelijk verkeer te integreren. Enkele voorbeelden van vervolgonderzoek zijn als volgt:

- Dit onderzoek is beperkt tot de banken die onder het akkoord van Basel vallen. Een deel van de financieringsmarkt valt hier niet onder. Welke rol kan economisch waarden voor deze partijen spelen?
- In welke mate is economisch waarden relevant voor andere belanghebbende groeperingen in het maatschappelijk verkeer?
- Vergelijk het risicobeheer en de prestaties van financiële instellingen die economische waardering toepassen met die welke traditionele waarderingsmethoden gebruiken. Analyseer de impact op het kredietrisico, de portefeuilleprestaties en het verliesniveau.
- Analyseer hoe marktvolatiliteit van invloed is op de effectiviteit van economisch waarden in vergelijking met traditionele waarderingsmethoden. Zijn er momenten waarop economische waardering bijzonder effectief is in het beperken van risico's?
- Beoordeel de validiteit van economische waarderingsmodellen door historische prestatiegegevens te vergelijken met voorspellingen en te analyseren waar en waarom afwijkingen zijn opgetreden.

## 9. Literatuurlijst

- AFM. (2015). Consultatieversie Leidraad Vastgoedtaxaties. Amsterdam: AFM.
- AFM. (2023, mei 5). Rol- en taakverdeling. Opgehaald van AFM.nl: <https://www.afm.nl/nl-nl/over-de-afm/wat-doen-wij/rol-en-taakverdeling>
- Anghelache, C., Anghelache, G. V., Anghel, M. G., & Nita, G. (2016). GENERAL NOTIONS ON BANKING RISKS. Boekarest.
- Autoriteit Consument & Markt. (2013). De invloed van Basel III op de hypotheekmarges. Eerste kamer.
- Baarda, B., Bakker, E., Boullart, A., Julsing, M., Peters, V., & van der Velden, T. (2018). Basisboek Kwalitatief onderzoek. Groningen/Utrecht: Noordhoff Uitgevers.
- Baarda, B., Bakker, E., Julsing, M., & Fischer, T. (2014). Basisboek methoden en technieken. Groningen/Utrecht: Noordhoff Uitgevers.
- Bank for International Settlements. (2023). History. Opgehaald van BIS: <https://www.bis.org/bcbs/history.htm>
- Basel Committee on Banking Supervision. (2011). Core Principles for effective banking supervision.
- Basel Committee on Banking Supervision. (2017). Basel III. Bank for International Settlements.
- Basel Committee on Banking Supervision. (2012). Core Principles for Effective Supervision. Bank for International Settlements.
- Berkhout, T. (2019). Economisch waarden van Vastgoed: Langetermijnwaarderingen van Vastgoed. Nieuwegein: NVM Business.
- Berkhout, T., & Zwart, P. (2022). Vastgoedfinanciering. Amsterdam.
- Berkhout, T., Hordijk, A., & Roggeveen, S. (2018). Comparison of International Real Estate Valuation Standards.
- Berkhout, T., Poolman, B., & Drenth, R. (2020). Praktijkhandreiking Economisch waarden van Vastgoed 1.0. Nieuwegein: NVM Business.
- Boer, & Croon. (2007). Corporate Finance lexicon.
- Boudghene, Y., & Maes, S. (2021). Relieving Banks from Toxic or Impaired Assets. Journal of European Competition Law 7 Practice.
- Chebib, J., & Woolard, C. (2021). How the EU's Banking Package 2021 has started the Basel 4 endgame. EY.
- Claes, P. (2004). Risicomanagement. Stenfert Kroese.
- Crosby, N., & Hordijk, A. (2021). Approaches for Prudent Property Valuations across Europe.
- Deloitte. (2015). Basel: The Next Generation. What is the future for internal regulatory capital models?
- DNB. (2022, oktober 10). Overzicht Financiële stabiliteit. Opgehaald van De Nederlandse Bank: <https://www.dnb.nl/publicaties/publicaties-dnb/ofs/overzicht-financiële-stabiliteit-najaar-2022/>

European Banking Authority. (2014). Article 229 CRR.

European Central Bank. (2023, mei 5). Het Europees Stelsel voor financieel toezicht.

Opgehaald van [bankingsupervision.europa.eu](https://www.bankingsupervision.europa.eu):

<https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/esfs/html/index.nl.html#:~:text=Zijn%20voornaamste%20taak%20is%20te,zowel%20macro%2D%20als%20microprudentieel%20toezicht>

Fama, E. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*.

FD. (2012). DNB: vastgoed wordt derde crisis in de financiële sector. *Het Financieel Dagblad*.

Fuss, R., & Ruf, D. (2015). *Learning Externalities in Opaque Asset Markets*.

Girling, P. X. (2022). *Operational Risk Management: A Complete Guide for Banking and Fintech*. John Wiley & Sons.

Herring, R. J., & Wachter, S. M. (1999). *Real Estate Booms and Banking Busts: An International Perspective*. Pennsylvania: University of Pennsylvania.

IVSC. (2020). *IVS 2020*. Londen.

Janssen, A., & De Vries, C. (2020). *Systeemrisico grootbanken overanderd hoog*. *ESB*, 479.

Lausberg, C. (2001). *THE REAL ESTATE MARKET RISK OF BANKS*. München: Mercer Management Consulting.

Limmen, R. (2021). In crisistijd veroverd economisch waarde de taxatiemarkt. *PropertyNL*.

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

Neyt, M. (2023). CBRE: weinig vastgoedbeleggingen in eerste helft 2023. *PropertyNL*.

Neyt, M. (2023, maart 16). Stijgende rente veroorzaakt flinke waardedaling vastgoed.

NOS. (2023, augustus 2023). CBS: Nederland in een milde recessie. Opgehaald van NOS: <https://nos.nl/artikel/2486797-cbs-nederland-in-een-milde-recessie-al-een-half-jaar-krimpt-de-economie>

Nyenrode. (2017). *Vastgoedmarkt vraagt om economisch waarde van vastgoed*. Nyenrode.

Overes, S. (2016). *Economisch waarderen van vastgoed - de ontbrekende schakel toegevoegd?* Amsterdam.

Parlement. (2023, mei 5). Opgehaald van [Parlement.com](https://www.parlement.com):

[https://www.parlement.com/id/vi4tcbg6714/de\\_nederlandsche\\_bank\\_dnb](https://www.parlement.com/id/vi4tcbg6714/de_nederlandsche_bank_dnb)

Platform Taxateurs en Accountants. (2013). PTA. Nederlandse beroepsorganisatie van Accountants.

Property Industry Alliance. (2017). *Property Industry Alliance. Long-term Value Working Group of the Property Industry Alliance Debt Group*.

PropertyNL. (2023). Stijgende rente veroorzaakt flinke waardedaling vastgoed. *PropertyNL*.

PWC. (2018). *Basel IV*.

- Rein, E. v., & Trappenburg, N. (2023). Taxateurs zien waarde commercieel vastgoed imploderen. Financieel Dagblad.
- RICS. (1994). The Mallinson Report, Report of the President's working party on commercial property Valuations.
- RICS. (2018). Bank Lending Valuations and Mortgage lending Value. Londen: RICS.
- Schroder, D. (2022). Het veranderende Financieringslandschap voor commercieel vastgoed. Amsterdam.
- Smolders, N. (2010, maart). Opgehaald van Rabobank:  
[https://economie.rabobank.com/contentassets/aeaed882db7547cda9de17366cc069a8/tb1006nsm-impactnieuwe-kapitaalvoorstellen-bazel\\_tcm64-1048831.pdf](https://economie.rabobank.com/contentassets/aeaed882db7547cda9de17366cc069a8/tb1006nsm-impactnieuwe-kapitaalvoorstellen-bazel_tcm64-1048831.pdf)
- Smolders, N. (2011, januari). Retrieved from Rabobank:  
[https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwjLjJew7vb-AhVNPewKHcg2DIsQFnoECB8QAQ&url=https%3A%2F%2Feconomie.rabobank.com%2Fcontentassets%2F03dfb8e8599c48e49b9a18c419eeb2cb%2Ftb1101nsm-basel-iii-stevig-maar-realistisch\\_tcm64-13](https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwjLjJew7vb-AhVNPewKHcg2DIsQFnoECB8QAQ&url=https%3A%2F%2Feconomie.rabobank.com%2Fcontentassets%2F03dfb8e8599c48e49b9a18c419eeb2cb%2Ftb1101nsm-basel-iii-stevig-maar-realistisch_tcm64-13)
- Stork, H. U., & Humphries, C. (1996). Valuation for loan. London: European Valuation.
- Tegova. (2016). European Valuation Standards. Brussel: Tegova.
- Tegova. (2020). European Valuation Standards. Tegova.
- Trappenburg, N., & van Rein, E. (2023, januari 19). Taxateurs zien waarde commercieel vastgoed imploderen. Financieel Dagblad.
- Twigt, P. (2011). Bazel III en vastgoedfinancieringen. Amsterdam.
- van Arnhem, P. C., Berkhout, T. M., & ten Have, G. G. (2013). Taxatieleer Vastgoed 1. Groningen: Noordhoff Uitgevers bv.
- van Gool, P., Jager, P., Theebe, M., & Weisz, R. (2020). Onroerend goed als belegging. Groningen/Houten: Noordhoff uitgevers.
- van Greuning, H., & Bratanovic, S. (2020). Analyzing Banking Risk (Fourth Edition): A Framework for Assessing Corporate governance and risk. Washington: World Bank Publications.
- Volkskrant. (2013, 1 Februari). Staat nationaliseert SNS om erger te voorkomen . Volkskrant.
- Wesselink, G. (2015). THE MORTGAGE LENDING VALUE – A CRITICAL ANALYSIS. Amsterdam.



## Bijlagen

## Bijlage 1: Codebook Atlas.TI

Code	Code Group 1	Code Group 2	Code Group 3	Code Group 4
aanvullend rapport naast marktwaarde			Levert het economisch waarden vastgoedfinanciers relevante informatie op omtrent de risico's van vastgoed op de lange termijn?	
Belemmeringen economisch waarden			Levert het economisch waarden vastgoedfinanciers relevante informatie op omtrent de risico's van vastgoed op de lange termijn?	
crisis/hogconjunctuur	Is de marktwaarde als enige methodiek voor vastgoedtaxaties in Nederland te beperkt?			
Expertise en vaardigheden				Zijn taxateurs in staat het economisch waarden te omarmen en actief te promoten als aanvullende waarde methodiek voor vastgoedfinancieringen ?
Implementatie economisch waarden			Levert het economisch waarden vastgoedfinanciers relevante informatie op omtrent de risico's van vastgoed op de lange termijn?	
Inzicht in waarde		Kan economisch waarden als een aanvullende waarde methodiek bij taxaties omtrent vastgoedfinancieringen verplicht worden gesteld door vastgoedfinanciers?		
Marktwaarde beperkt Modellen	Is de marktwaarde als enige methodiek voor vastgoedtaxaties in Nederland te beperkt?			
Obstakels betrouwbare informatie			Levert het economisch waarden vastgoedfinanciers relevante informatie op omtrent de risico's van vastgoed op de lange termijn?	
profiteren van gebruik economisch waarden		Kan economisch waarden als een aanvullende waarde methodiek bij taxaties omtrent vastgoedfinancieringen verplicht worden gesteld door vastgoedfinanciers?		
relatie economisch waarden en Mortgage lending value		Kan economisch waarden als een aanvullende waarde methodiek bij taxaties omtrent vastgoedfinancieringen verplicht worden gesteld door vastgoedfinanciers?		
Risicobeoordeling en besluitvorming		Kan economisch waarden als een aanvullende waarde methodiek bij taxaties omtrent vastgoedfinancieringen verplicht worden gesteld door vastgoedfinanciers?		
Stand van de markt			Levert het economisch waarden vastgoedfinanciers relevante informatie op omtrent de risico's van vastgoed op de lange termijn?	
Technologie				Zijn taxateurs in staat het economisch waarden te omarmen en actief te promoten als aanvullende waarde methodiek voor vastgoedfinancieringen ?
Verwerken marktwaarde lange termijn	Is de marktwaarde als enige methodiek voor vastgoedtaxaties in Nederland te beperkt?			
Volatiliteit	Is de marktwaarde als enige methodiek voor vastgoedtaxaties in Nederland te beperkt?			
Waarde toevoegen aan proces economisch waarden				Zijn taxateurs in staat het economisch waarden te omarmen en actief te promoten als aanvullende waarde methodiek voor vastgoedfinancieringen ?