

## Taxaties

# Verschillende waarden voor verschillende doeleinden

Tijdens de laatste financiële crisis werd door de ECB het begrip 'reële economische waarde' geïntroduceerd. Dit begrip komt in de taxatiestandaarden en vastgoedliteratuur niet of nauwelijks voor. Het maakt deel uit van de familie van langetermijnwaarden die in de vastgoedliteratuur al langer verkend worden, maar nog niet uitgekristalliseerd zijn. Ze bieden, naast de marktwaarde, een ander waardevol inzicht in de waarde van vastgoed. De waardeontwikkeling van objecten op de lange termijn is relevant voor meerdere belanghebbenden (institutionele beleggers, toezichthouders, banken en accountants), die elk hun eigen visie hierop kunnen hebben. Ik introduceer de begrippen 'bestendige langetermijnmarktwaarde' en 'economische waarde' en sluit af met de resultaten van een *case study*.

Prof. dr. Tom M. Berkhout MRE MRICS

### INLEIDING

Het Nederlandse taxatieproces kan men inmiddels typeren als een professioneel, goed gereguleerd proces. In het afgelopen decennium zijn daartoe grote stappen gezet. In 2008 werd de marktwaardedefinitie uit de internationale taxatiestandaarden International Valuation Standards (IVS) overgenomen als de centrale definitie voor Nederlandse taxaties (Berkhout & Hordijk 2008). Na grote druk van DNB en AFM, die zich ernstig zorgen maakten over de kwaliteit van vastgoedtaxaties, ging in 2016 het Nederlands Register Vastgoed Taxateurs (NRVT) van start. Het Platform Taxateurs en Accountants (PTA) stelde eerder gezaghebbende richtlijnen op voor taxaties en taxatiepraktijken. Kaderstellend voor het NRVT is de gesloten set waardebegrippen van de IVS en de European Valuation Standards (EVS).

Het marktwaardebegrip staat sinds jaar en dag onbetwist centraal in de standaarden. De marktwaarde geeft de verwachte prijs weer die derden op de waardepeildatum bereid zouden zijn te betalen. Taxateurs gaan dan uit van een (fictieve) verkoop. Zo ook in crisistijden, waarin huur- en

verkooprijzen sterk dalen, er geen actieve markt is en er weinig referenties zijn. De eigenaar hoeft helemaal niet van plan te zijn om te verkopen als, in zijn perceptie, de contante waarde van de netto geldstromen de huidige marktwaarde van het object overtreft. De vraag naar een stabiele waarde van vastgoed op de lange termijn, los van de actuele marktsituatie, komt dan prominent aan bod, zoals in de recente laatste financiële crisis en naar aanleiding van de corona-crisis. In de taxatiestandaarden kent men diverse waardebegrippen voor de lange termijn, die in specifieke situaties worden gebruikt. Het begrip 'economische waarde' komt in de standaarden niet voor, maar werd recentelijk geïntroduceerd door de Europese commissie (EC) en krijgt daarmee betekenis in het vastgoed.

### INTRODUCTIE 'REËLE ECONOMISCHE WAARDE'

In 2009, nog in het beginstadium van de laatste financiële crisis, bracht de EC een mededeling uit over de behandeling van een 'bijzondere waardevermindering onderhavige activa in de communautaire banksector' (Europese Commissie 2009). De EC maakte zich zorgen over de verdere verslechtering van de kredietkwaliteit van bank-

activa. Overheden wilden banken te hulp schieten, bijvoorbeeld door activa over te nemen. De EC formuleerde daarom regels voor de ondersteuning van banken om staatssteundiscussies te vermijden. In de mededeling werd gesproken over 'de overdrachtswaarde die de onderliggende economische waarde op lange termijn van de activa ('de reële waarde in het economisch verkeer') op basis van de onderliggende kasstromen en langere tijdshorizonten weerspiegelt'. In de Engelse tekst werd gesproken over *real economic value* en in Nederlandse Kamerstukken is dit begrip kortweg vertaald als 'reële economische waarde' (Kamerstukken II, 2012/2013, 33.532, nr. 1). Het waardebegrip 'reële economische waarde' was in 2012 door twee aan de ECB gelieerde schrijvers op persoonlijke titel in een artikel uitgewerkt voor financiële activa – maar niet specifiek voor vastgoed (Boudghene & Maes 2012).

Deze mededeling en dit waardebegrip speelde in Nederland een prominente rol bij SNS Reaal. Na het uitbreken van de financiële crisis bleek deze Nederlandse bank-verzekeraar met grote problemen te kampen. De markt voor commercieel vastgoed in Nederland en veel andere landen verslechterde snel door de aanhoudende crisis. SNS Bank kampte met grote verliezen op de vastgoedleningenportefeuille, aangezien de onderliggende waarden wegzakten. Hierdoor kwam haar solvabiliteit onder druk te staan en dat alarmeerde DNB. Aan het einde van 2012 werd door Cushman & Wakefield een rapport uitgebracht, waarin de vastgoedportefeuille, onderpand van de kredietportefeuille, niet naar de (lage) marktwaarde werd getaxeerd maar naar een (hogere) 'reële economische waarde'. Hierbij werd aangenomen dat er op enig toekomstig moment weer voldoende liquiditeit in de markt zou komen. Een Kamerbrief vermeldde hierover het volgende: 'De waarde van de vastgoedleningenportefeuille en de vastgoedportefeuille is afhankelijk van veel factoren waarover inschattingen zijn gemaakt; de uiteindelijke waarde (of: het verwachte verlies) kan daarom afwijken van de op dit moment berekende waarde. De reële economische waarde is het best vergelijkbaar met de intrinsieke waarde van de SNS

Property Finance portefeuille waarbij er wordt uitgegaan van voldoende liquiditeit in de huidige markt en waarbij de huidige risico-aversie buiten beschouwing wordt gelaten'.<sup>1</sup> Uiteindelijk werd SNS REAAL genationaliseerd per 1 februari 2013. Doordat de vastgoedmarkt na 2013 weer begon aan te trekken, kon het marktwaardebegrip weer zijn traditionele centrale plaats in het taxatiespectrum innemen.

## INTRODUCTIE LANGETERMIJNWAARDEN

In de wereld van professionele vastgoedtaxaties worstelt men al langer met het concept van langetermijnwaarderingen (Berkhout 2019). Als gevolg van de coronacrisis werd recentelijk, mede gevoed door onzekerheid rond taxaties en dreigende afwaarderingen, door Nederlandse vastgoedpartijen wederom aandacht gevraagd voor langetermijnwaarden van vastgoed.<sup>2</sup> Dit is mede de aanleiding deze begrippen in kaart te brengen.

In de laatste drie decennia wordt en werd door vastgoedprofessionals geschreven over langetermijnwaarden en ze komen ook in de EVS voor. Ik noem bij wijze van voorbeeld: stabiele waarde (*stable value*), hypotheekwaarde (*mortgage lending value*), langetermijnwaarde (*long term value*), bestendige langetermijnwaarde (*long term sustainable value*) en bestendige (netto) vermogenswaarde (*sustainable (net) asset value*). In het Mallinson Report (RICS 1994) werd het begrip 'stabiele waarde' onder de loep genomen. Klanten hadden namelijk de wens een stabiele waarde op lange termijn te berekenen, zonder de volatiliteit uit de van dag-tot-dag marktprijzen die worden beïnvloed door kortetermijnfactoren. In het rapport werd betoogd dat het taxeren van een actief of een groep activa op een andere basis dan marktwaarde, verwarring zou veroorzaken. Het kernprobleem is de afwezigheid van referenties. Dit probleem zou men kunnen oplossen door stabiele, langetermijntrends te gebruiken en stabiele disconteringsvoeten. De aldus berekende waarde zou behoorlijk kunnen afwijken van de marktwaarde. De voorstanders van de stabiele waarde onderkennen dit punt, maar betoogden dat er meer realistische waarden getoond zou-

den kunnen worden. De commissie adviseerde uiteindelijk het begrip niet verder te ontwikkelen voor het *Red Book*. Het concept van een 'bestendige' of 'stabiele' waarde als basis voor waardering werd niet als alternatief voor de marktwaarde gezien, omdat de waardeoordelen te subjectief zouden zijn en te vatbaar voor verschillen tussen taxateurs. In de discussie over langetermijnwaarden wordt de mortgage lending value (MLV) ook ten tonele gevoerd. De hypotheekwaarde-definitie vindt haar basis in richtlijnen en verordeningen aangaande prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen. In tal van visuele voorstellingen trekt men daarbij een lijn door de diepste dalen van de vastgoedcyclus (Bienert & Brunauer 2007; RICS 2018). Het gaat qua perceptie om uiterst voorzichtige waarderingen, die volgens de RICS slechts in de regelgeving van een aantal landen voorkomt.

### BESTENDIGE LANGETERMIJNMARKTWAARDE EN ECONOMISCHE WAARDE

In discussies over waardebegrippen is het zinvol 'taxeren' en 'waarderen' van elkaar te onderscheiden. Onder 'taxeren' versta ik het schatten van de prijs die op een (deel)markt onder een aantal voorwaarden verkregen kan worden; onder

'waarderen' het aan de hand van bepaalde, gekozen uitgangspunten en voorwaarden vaststellen wat de waarde van een vermogensbestanddeel kan zijn. In deze paragraaf introduceer ik op basis van mijn studies naar langetermijnwaarden twee waardeconcepten, die ik tot de familie van langetermijnwaarden reken. Ze beschouwen de waarde van vastgoed op de lange termijn (Berkhout 2019, 2020).

Ten eerste de bestendige langetermijnmarktwaarde op  $t_0$ , waarbij de *taxateur* uitgaat van normale omstandigheden. Deze waarde definieer ik 'als het geschatte bedrag waartegen een actief of passief op de lange termijn zou worden overgedragen tussen een bereidwillige koper en een bereidwillige verkoper in een zakelijke transactie, na behoorlijke marketing en waarbij de partijen zouden hebben gehandeld met kennis van zaken, prudent en niet onder dwang.' Deze definitie is afgeleid van de marktwaardedefinitie. Deze waarde wordt bepaald na een zorgvuldige beoordeling op waardepeildatum van de toekomstige verhandelbaarheid, rekening houdend met de duurzame langetermijnaspecten van het vastgoed, de normale en lokale marktomstandigheden, het huidige gebruik en alternatief geschikt gebruik.

TABEL 1 ► VERGELIJKING ELEMENTEN WAARDEBEGRIJPEN

1. Marktwaarde	2. Bestendige lange termijnmarktwaarde	3. Economische waarde
<ul style="list-style-type: none"> <li>• geschat bedrag</li> <li>• fictieve overdracht op waardepeildatum</li> <li>• bereidwillige koper en verkoper</li> <li>• zakelijke transactie</li> <li>• behoorlijke marketing</li> <li>• kennis van zaken, prudent, niet onder dwang</li> <li>• huidige marktomstandigheden</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• geschat bedrag</li> <li>• fictieve overdracht op lange termijn</li> <li>• bereidwillige koper en verkoper</li> <li>• zakelijke transactie</li> <li>• behoorlijke marketing</li> <li>• kennis van zaken, prudent, niet onder dwang</li> <li>• normale marktomstandigheden: geen marktfalen, geen tekort aan liquiditeit, geen vertrouwenscrisis, geen ongewone schommelingen in vraag en aanbod door abnormale economische tijden</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• waarde</li> <li>• een waarderingsmoment</li> <li>• positie beschouwend subject</li> <li>• te verwachten vrije geldstromen</li> <li>• te verwachten marktontwikkelingen en risico's</li> <li>• geabstraheerd van huidige prijsvorming</li> </ul>

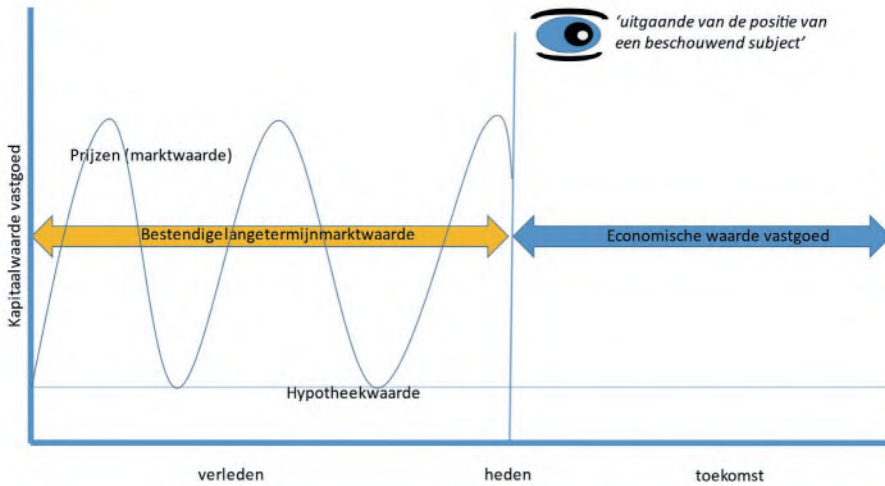
Uitgangspunt vormen de geldstromen die een redelijk efficiënte eigenaar kan genereren. Dit is het terrein van een vastgoedtaxateur. Het gaat hier niet om de waarde voor de eigenaar zelf. Voor de taxatie kan de taxateur de ontwikkeling van de prijzen (*market evidence*) tot en met  $t_0$  gebruiken. In deze prijzen worden toekomstverwachtingen geacht te zijn verdisconteerd. Het betreft hier geen schatting van een toekomstige verkoopprijs. Immers, wanneer een taxatie na een toekomstige peildatum geschiedt, pretendeert de taxateur de toekomstige te betalen prijs (naar de marktomstandigheden en de heersende opvattingen in de toekomst) te kennen en dat is onmogelijk. Taxeren per toekomstige datum is volgens de huidige taxatiestandaarden strikt genomen niets minder dan ‘ongeoorloofd forecasten’ (Van Arnhem, Berkhout, Ten Have, Berkhout 2013).

Ten tweede de economische waarde, die ik definieer als de waarde van de geldstromen op tijdstip nul ( $t_0$ ) of een tijdstip in de toekomst ( $t_x$ ). We kunnen de termen ‘economische waarde’ en ‘economisch waarden’ gebruiken om in vrijheid, los van taxatiestandaarden, toekomstige vastgoedwaarden te calculeren zonder de voorwaarde van bestendigheid (duurzaamheid). Met andere woorden: we stappen op en over de grens van de huidige waardepeildatum heen en berekenen vastgoedwaarden op de lange termijn, in de toekomst. Het betreft een schatting van een waarde op een toekomstig waarderingsmoment, waarbij men ook de positie van het beschouwende subject in aanmerking neemt. Het omvat derhalve meer dan het enkele schatten van een prijs die door derden wordt betaald in de toekomst. Het is een *waardering* op basis van zelf gekozen theoretische uitgangspunten, waarin bijvoorbeeld toegevoegde waarde van een ervaren vastgoedexploitant of -manager meegenomen kan worden. De inzichten en toepassingen van business valuation spelen hierbij een belangrijke rol. De definitie van en de toelichting op de marktwaarde worden hierbij losgelaten. Prijzen van het heden en het verleden kunnen als basis dienen, maar dat hoeft niet.

Overes (2016) definieert de economische waarde als volgt: ‘de waarde van vastgoed op een waarderingsmoment, uitgaande van de positie van een beschouwende subject, gebaseerd op te verwachten vrije geldstromen en te verwachten marktontwikkelingen en risico’s, waarbij wordt geabstraheerd van de huidige prijsvorming’. De waarde is afhankelijk van de positie en situatie van het subject dat de waardering opstelt. Dat kan iemand anders dan de eigenaar zelf zijn, met heel andere toekomstpercepties dan de (potentiële) eigenaar. Verschillende beschouwende subjecten (taxateurs, toezichthouders, (potentiële) eigenaars, risk managers, accountants) kunnen tot andere waarden komen. Wanneer een ondernemer aan een risk manager informatie wil verschaffen over zijn vastgoedinvesteringen zullen de positie en situatie van de onderneming en de ervaring van de ondernemer doorslaggevend zijn bij het opstellen van de waarde. Andere subjecten kunnen tot een andere waarde komen. Dat is afhankelijk van hun positie en situatie. Het is dan ook aan het beschouwende subject een beschouwingsperiode te kiezen waarover een waarde wordt bepaald. Wanneer het op waarden van economische waarden aankomt, zal de waardeerder zich moeten afvragen welke waarde het vastgoed heeft binnen of voor de onderneming of de ondernemer: welke waarde wordt toegevoegd aan het vastgoed? Elementen uit de business valuation-praktijk en -rapportages kunnen dan aan bod komen, evenals de know-how van een business valuator. De economische waarde kan goed als besliswaarde dienst doen (Vis 2006, 2010, 2020).

De beleggingswaarde heeft raakvlakken met de economische waarde, maar heeft een beperktere scope: de waarde wordt betrokken op de (potentiële) eigenaar. Deze beleggingswaarde wordt in de IVS gedefinieerd als de waarde van een actief voor een bepaalde eigenaar of toekomstige eigenaar voor individuele beleggings- of operationele doeleinden (IVS 2020). Geltner, Miller, Clayton & Eichholtz (2013) definiëren de investment value als ‘value to a particular owner, who would be owning and operating the asset for a long period

FIGUUR 1 ► GESTILEERDE WEERGAVE WAARDEBEGRIPPEN



of time, and explicitly not planning to sell for a long period of time'. In de calculatie disconteren ze geldstromen na belastingen tegen markt-disconteringsvoeten na belastingen.

Wat zijn de kenmerkende criteria van de verschillende waardebegrippen die van belang zijn om richting te geven aan de waarderingen? In tabel 2 geef ik criteria aan de hand waarvan men de kenmerken van de waardebegrippen kan onderscheiden.

### KANTTEKENINGEN BIJ DE WAARDEBEGRIPPEN

Subjectiviteit van taxaties en het ontbreken van referenties worden als belangrijke obstakels gezien voor het gebruiken van langetermijnwaarden. Marktwaardetaxaties worden dan als 'objectief' en haast als superieur gekenmerkt omdat ze gebaseerd zijn op prijzen van referentieobjecten, dit in tegenstelling tot langetermijnwaarden. Ik wil daar enkele kanttekeningen bij plaatsen.

Van Dale definieert 'objectief' als 'zich bepalend tot de feiten, niet beïnvloed door eigen gevoel of door vooroordelen'; subjectief als 'op een wijze die uit eigen gevoel of opvatting voortspuit.' Een taxatie is in de kern een subjectieve schatting van een bedrag dat in een hypothetische transactie tot stand komt. De uitkomst van een taxatie is daarom lastig te falsifiëren en te verifiëren. Dat is bij langetermijnwaarderingen niet anders.

C.F Sirmans typeerde vastgoed als: 'a heterogeneous, illiquid (thinly traded, high search costs), fixed-in-space, risky asset with an unique set of institutional characteristics'.<sup>3</sup> Vastgoedobjecten zijn in meerdere opzichten uniek, vastgoedmarkten in hoge mate intransparant en er is geen sprake van frequente prijsvorming van individuele objecten. De prijs die een bepaald subject voor een bepaald object op een bepaald moment betaalt betekent nog niet dat eenzelfde prijs wordt betaald voor een ander object, door een ander subject op een ander moment. Gecommuniceerde prijzen hebben een signaalfunctie. Details van transacties worden niet publiekelijk gedeeld, net zomin als de motieven van partijen om een transactie (niet) aan te gaan en de overige kenmerken van een transactie. Taxateurs moeten zich baseren op (doorgaans spaarzame informatie over) de prijsvorming van andere objecten, op andere tijdstippen tussen andere partijen.

Met deze kanttekeningen wil ik niet verhullen dat de taxateur bij langetermijnwaarderingen voor serieuze uitdagingen en dilemma's komt te staan. Waarmee onderbouwt hij aannames over de prijsvorming op de lange termijn? Welke aanvangsrendementen en disconteringsvoeten moet hij hanteren? Kan hij iets zinnigs zeggen over toekomstige markten? En bij economisch waarden: welk perspectief moet hij hanteren? Allereerst is daar het perspectief van de belegger en de eigegebruiker van vastgoed. Een

**TABEL 2 ► KENMERKEN WAARDEBEGRIPPEN**

Criteria	1. Marktwaaarde	2. Bestendige lange termijnmarktwaaarde	3. Economische waarde
Waardepeildatum	$t_0$	$t_0$	$t_0$ $t_x$
Prijs versus waarde	Prijs	Prijs op lange termijn (los van actuele marktwaaarde)	Waaarde
Actualiteit versus lange termijn	Actualiteit	Duurzame lange termijn-aspecten	Duurzame langetermijn-aspecten
Volatiel, conjunctuur-gevoelig, gevoelig voor korte termijn schokken	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 (< dan 12 maanden)	1. Referenties nu ( $t_0$ ) en in het verleden ( $t_x$ ) 2. Inschatting economie en vastgoedmarkt	1. Inschatting economie en Markt 2. Referenties nu ( $t_0$ ) en in het verleden ( $t_x$ )
Huurinkomsten, markthuur, vrije geldstromen	Huurinkomsten contract / huurwaaarde	Markthuurwaaarde	Markthuurwaaarde / 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
Geobjectieerde 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, herhaalt het verleden zich?	Ja

familie die haar kroonjuwelen voor vele generaties wil vasthouden kijkt anders naar het vastgoedbezit dan een risicomanager van een vastgoedfinancier die beducht is voor allerlei vastgoedrisico's op de korte en middellange termijn. De accountant die de continuïteit van een bedrijf beoordeelt, zal niet alleen kijken naar de actuele marktwaaarde van het vastgoed, maar ook naar het geldgenererende

vermogen op lange termijn. Actuele marktreferenties spelen een bescheiden rol. In de kern gaat het immers om waardering op lange termijn, los van de prijsvorming op de huidige vastgoedmarkt. Die waardering is met onzekerheden omgeven, maar dat geeft de waardeerder geen vrijbrief voor fantasie-taxaties. De professionele waardeerder zal daarom zijn waardering narekenbaar en navolgbaar

willen onderbouwen. De opdrachtgever of gebruiker moet ook 'aan de knoppen kunnen draaien' als hij een ander scenario voor zich ziet.

## CASESTUDIES

Berkhout, Drenth & Poolman (2020) presenteren een achttal casestudies, waarbij de marktwaarde, de bestendige langetermijnwaarde ( $t_0$ ) en de economische waarde ( $t_{15}$ ) van verschillende soorten vastgoed worden getaxeerd en gewaardeerd. De economische waarde is enkel vanuit het perspectief van de taxateur bepaald, zonder invloed van een opdrachtgever. De taxateur onderbouwt

gemotiveerd de marktwaarde  $t_0$  (MW), de bestendige langetermijnmarktwaarde  $t_0$  (BLTMW) en de economische waarde  $t_{15}$  (ec.waarde). In de rapportages wordt stilgestaan bij de risicovrije rentevoet, het risico van de locatie en het object, het risico van de gebruiker(s) en de performance van het management. De risico's zijn nader onderverdeeld in subcategorieën die vervolgens gemotiveerd worden gescoord (van 'zeer hoog' tot 'zeer laag').

Als voorbeeld presenteer ik de uiteindelijke resultaten voor een wooncomplex in Almelo in 2020. Voor de motivering verwijs ik naar het desbetreffende waarderingsrapport.

**TABEL 3 ► TAXATIE TEN BEHOEVE VAN ONDERZOEKSDOELEINDEN, HET DOORREKENEN VAN 3 SCENARIO'S**

Uitgangspunten DCF berekening	Marktwaarde $t_0$	BLTMW $t_0$	Ec. waarde $t_{15}$
Huurinkomsten/Markhuurwaarde jaar 1	€ 153.360	€ 162.000	€ 218.031
Aantal m <sup>2</sup> GBO per appartement	107	107	107
HI/Huurwaarde per meter t=0	€ 852	€ 900	€ 900
Aantal woningen	15	15	15
Leegwaarde per m <sup>2</sup> t=0/t=15	€ 2.100	€ 2.000	€ 2.322
Totale Leegwaarde t=0/t=15	€ 3.370.500	€ 3.210.000	€ 3.726.710
Markthuurlindex	2,00%	2,00%	2,00%
Exploitatiekosten (OPEX)	€ 17.500	€ 17.500	€ 24.727
Kostenstijging	2,50%	2,50%	2,50%
Groot onderhoud jaar 10 (CAPEX) t=0	€ 150.000	€ 150.000	€ 150.000
Verkoop na 15 jaar	Exit yield. beperkte veroudering		
Percentage KK	7%	7%	7%
Beschouwingstermijn	15 jaar	15 jaar	15 jaar

**TABEL 4 ► OPBOUW DISCONTERINGSVOET EN EXIT YIELD**

Risicovrije rente voet (10 jaar)	0,00%	0,00%	0,25%
Locatie + Object	5,00%	5,50%	5,50%
Gebruiker	0,00%	0,00%	0,00%
Management performance	0,00%	0,00%	0,00%
Disconteringsvoet	5,00%	5,50%	5,75%
Opslag voor Exit Yield	0,00%	0,00%	0,00%
Exit Yield	5,00%	5,50%	5,75%
<b>BAR</b>	4,61%	5,09%	
<b>Waarde</b>	€ 3.328.000	€ 3.180.000	€ 3.543.774
Leegwaarde	€ 3.370.500	€ 3.210.000	€ 3.726.710
Leegwaarde ratio	99%	99%	95%
Marktwaarde per m <sup>2</sup>	€ 2.074	€ 1.981	€ 2.208

De taxateur onderbouwt in zijn rapport dat de bestendige markthuur (€ 162.000, bij normale omstandigheden) hoger is dan de betaalde huur (€ 153.360) en dat de BAR voor de BLTMW hoger is dan de BAR voor de MW, mits hij de referenties in het verleden in de beschouwing betreft (5,09% → 4,61%). Dit leidt tot een lagere BLTMW dan de marktwaarde (€ 3.180.000 → € 3.328.000). Het vertrekpunt voor de ec. waarde is de markthuurwaarde  $t_0$  en de yield  $t_{15}$  wordt onderbouwd gesteld op 5,75%. De economische waarde wordt berekend op € 3.543.774 (kosten koper, invalshoek taxateur). De taxateur acht het aannemelijk dat het risico ten aanzien van object en locatie voor de BLTMW en de economische waarde hoger is dan de marktwaarde (5% → 5,50%). Het huidige marktsentiment acht hij zeer gunstig vanwege het gebrek aan alternatieven en de beschikbaarheid van veel liquiditeit. Verder verwacht bij een lichte stijging van de risicovrije rentevoet (0 → 0,25%). De overige risico's schat hij in als gemiddeld. Bij de beoordeling van wooncomplexen speelt volgens de waardeerder de ontwikkeling van de leegwaarde-ratio en prijs per m<sup>2</sup> een belangrijke rol.

Naarmate de druk hoog is op de woningmarkt, waarbij huren gunstiger is dan kopen, zal de leegwaarde-ratio richting de 100% gaan. In een 'normale' markt zal deze gemiddeld tussen de 85 -95% liggen. In dit geval is voor de ec. waarde ( $t_{15}$ ) 95% gehanteerd, mede vanwege het type woning (EGW i.p.v. MGW) en locatie. De prijs/m<sup>2</sup> is toegenomen en komt overeen met de prijsontwikkeling op de lange termijn.

## TEN SLOTTE: VERSCHILLENDE WAARDERINGEN VOOR VERSCHILLENDE DOELEINDEN

Uitzonderlijk positieve of negatieve marktsituaties kunnen tot uitschieters leiden in marktwaarden, zeker wanneer ze gebaseerd blijken te zijn op weinig transacties. Bij vastgoedeigenaren en andere stakeholders speelt dan al gauw de vraag of de marktwaarden van dat moment wel representatief zijn voor de waarde van het object op lange termijn, onder minder uitzonderlijke condities. In dit artikel presenteer ik op basis van twee studies twee alternatieven voor de marktwaarde. Met de bestendige langetermijnmarktwaarde biedt de taxateur een genormaliseerd alternatief voor de marktwaarde, waarbij hij zich kan baseren op de prijsvorming in het verleden. Met het economisch waarden berekeneert en berekent de waardeerder een waarde in de toekomst, gezien vanuit een beschouwend subject. Dat kan een ander zijn dan de eigenaar, met een eigen visie op de toekomst. Methodieken en inzichten uit de business valuation-literatuur en -praktijk kunnen daarbij een belangrijke rol spelen. Omdat toekomstige prijzen en markten niet bekend zijn, is een goed onderbouwd rapport noodzakelijk. Denkend aan het adagium 'different costs for different purposes' zou men hier moeten zeggen 'different values for different purposes'.

### OVER DE AUTEUR

**Prof. dr. Tom M. Berkhout MRE MRICS** is professor of real estate, directeur van Nyenrode's Real Estate Center en academisch directeur van Nyenrode's Master Fiscaal Recht.



## VOETNOTEN

- 1 Kamerstukken II, 2012/2013, 33.532 nr. 1, p. 12. Zie verder Kamerstukken II, 2012/2013, 33532, nr. 23; Kamerstukken II, 2013/2014, 33532, nr. 49; Kamerstukken II, 2015/2016, 33532, nr. 60.
- 2 'Corona dreigt taxateur op verkeerde spoor te zetten', PropertyNL Magazine, 29 mei 2020, no. 5.
- 3 C.F. Sirmans, 13th Annual European Real Estate Society Conference (ERES), Weimar, Duitsland, juni 2006

## LITERATUUR

- Van Arnhem, P.C, Berkhout, T.M., & Ten Have, G.G.M. (2013). *Taxatieler vastgoed I*, Groningen/Houten, Noordhoff Uitgevers. ISBN 97890018237945.
- Arnold, G. (2013). *Corporate financial management*. Harlow, England: Pearson.
- Berkhout, T.M., & Hordijk, A.C. (2008). *International Valuation Standards en Nederlandse waarderingstandaarden: Definities, vergelijkingen en implementaties*. Breukelen, Nyenrode Real Estate Center.
- Berkhout, T.M. (2013, december). Ken uw klassieken, *Real Estate Research Quarterly*, 4, 3-5.
- Berkhout, T.M. (2019). Economisch waarderen van vastgoed. Langetermijnwaarderingen van vastgoed. Nieuwegein: NVM Business.
- Berkhout, T.M., Drenth, R.K., Poolman, B. (2020). Praktijkhandreiking economisch waarderen van vastgoed 1.0. Nieuwegein: NVM Business.
- Berkhout, T.M., Drenth, R.K., Poolman, B. (2020). Praktijkhandreiking economisch waarderen van vastgoed 1.0. Voorbeelden van waarderingsrapporten. Nieuwegein: NVM Business.
- Bienert, S. & W. Brunauer. (2007). The mortgage lending value: prospects for development within Europe. *Journal of Property Investment & Finance, October*, Vol. 25, Issue 6, p. 542-578.
- Boudghene, Y., Maes, K. and Scheicher, M. (2010, September 14). Asset Relief Measures in the EU: Overview and Issues. SSRN working paper. <https://ssrn.com/abstract=1677310> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1677310>
- Boudghene, Y., & Maes, S. (December 01, 2012). Relieving Banks from Toxic or Impaired Assets: The EU State Aid Policy Framework. *Journal of European Competition Law & Practice*, 3, 6, 562-577.
- Dent, P. & Temple, M. (1998, September 4-8), Economic Value — A Methodological Dilemma? [RICS Cutting Edge Conference]. Leicester.
- Europese Commissie. (2009). *Mededeling 2009/C 72/01 betreffende de behandeling van aan een bijzondere waardevermindering onderhevige activa in de communautaire banksector*, 26-03-2009, PbEU 2009, C 72.
- Geltner, D., Miller, N., Clayton, J., & Eichholtz, P. M. A. (2013). *Commercial real estate analysis and investments*. South-Western Educational Pub.
- Laro, D., & Pratt, S. P. (2011). *Business valuation and federal taxes: Procedure, law and perspective*. Hoboken, NJ: Wiley.
- Long-Term Sustainable Value Network (2018), *Draft Approach to Determine Long-Term Sustainable Value (L-TSV)*.
- Overes, S. (2016), Economisch waarderen van vastgoed — de ontbrekende schakel toegevoegd? [Master thesis ASRE]. Amsterdam.
- Property Industry Alliance (PIA). (2017, 30 June). Long-term Value Methodologies and Real Estate Lending, A report by the Long-term Value Working Group of the Property Industry Alliance Debt Group. [Long-term Value Working Group, Commercial Real Estate Finance, Council Europe (CREFC Europe) and Investment Property Forum (IPF)].
- Quentin, J. (2009). The Subprime Crisis—Implications for Property Valuation? The Revival of Mortgage Lending Value, *The Appraisal Journal* Fall 2009, Vol. 77, Issue 4, p. 312-318.
- 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* [RICS guidance note, RICS Valuation Professional Group]. Londen.
- Vis, J. (2006). *Werken met waarde*. Deventer, Kluwer.
- Vis, J. (2010). *Ondernemend Waarderen : Waarderend Ondernemen* (Dissertatie Leiden). Apeldoorn, Maklu-Uitgevers.
- Vis, J. (2020). 'Economic calculation', in Companion to Ludwig von Mises (ed. J. Cole), School of Economic Sciences, Universidad Francisco Marroquin, Guatemala.