

De waarde van taxaties

Een verkennend onderzoek naar het
taxeren van commercieel onroerend goed
in onzekere marktomstandigheden

Een verkennend onderzoek naar het taxeren van courant commercieel onroerend goed in onzekere marktomstandigheden

*“Real estate valuation is an art,
not a science”*

--unknown--

Rijksuniversiteit Groningen
Master Vastgoedkunde

Pieter Dijkema
2066777

03-12-2012
Begeleider: A. Marquard

Voorwoord

Ongeveer een jaar geleden begonnen bij mij langzaam de contouren zichtbaar te worden van de richting waarin ik mijn afstudeeronderzoek wilde gaan uitvoeren. Het taxeren van onroerend goed vind ik sinds de afstudeerstage van mijn vooropleiding een boeiend vakgebied. Tijdens deze Master Vastgoedkunde kwam tijdens het volgen van verscheidene vakken de opdracht naar voren om een geldwaarde toe te kennen aan een project of asset, waarbij in het geval van vastgoed gezocht wordt naar verschillende, voor de taxatie relevante, marktsignalen.

Laat nou net dat de hoeveelheid marktsignalen, na het ontstaan van de economische crisis enorm is afgenomen..

Voor de crisis heb ik, tijdens stages, het een en ander meegekregen van taxeren in de praktijk. Graag wilde ik weten hoe het er nu aan toe gaat in het vakgebied nu de markt zo enorm is veranderd. Een onderwerp was geboren.

Een jaar later, en een stuk wijzer, schrijf ik dit voorwoord. Omdat het een verkennend onderzoek is geweest en de richting niet altijd volledig helder was, zijn er tijdens het traject een paar lastige drempels geweest. Graag wil ik allereerst mijn vriendin Melanie bedanken voor de motiverende gesprekken die ik af en toe nodig heb gehad. Verder wil ik ook de geïnterviewde taxateurs bedanken voor de verhelderende gesprekken en uiteraard ook mijn afstudeerbegeleider Arthur Marquard, die naast een goede begeleiding tevens een aantal deuren voor mij heeft geopend die essentieel zijn geweest voor het goed uitvoeren van dit onderzoek.

Groningen, december 2012

Pieter Dijkema

Samenvatting

De afgelopen jaren is de wereldeconomie enorm veranderd. In de jaren voorafgaand aan de crisissen is er door ondernemingen en particulieren veelal op te grote voet geleefd en zijn veel bezittingen grotendeels vreemd gefinancierd. Wanneer er binnen dit kader wordt ingezoomd op de vastgoedmarkt in Nederland dan waren er door de aanwezigheid van veel geld, ook wel bekend als “the wall of money”, veel mogelijkheden om te investeren. Dit heeft een waardeopdrijvend effect gehad die jarenlang boven de inflatie uit kwam, iets wat niet eeuwig door kon gaan. Momenteel wordt hiervan de rekening gepresenteerd en is het onduidelijk hoe lang de onzekere economische periode nog aan zal houden. Wat wel duidelijk is, is dat deze situatie veel gevolgen heeft voor de waarde van vastgoed.

Geltner en Miller (2001) stellen twee voorwaarden voor een goed functionerende vastgoedmarkt. De eerste is dat er voldoende transacties moeten plaatsvinden en de tweede is dat de informatievoorziening omtrent die transacties transparant moet zijn. Door de crisis is de vraag naar commercieel vastgoed sterk afgenomen waardoor er aan de voorwaarde van voldoende transacties niet wordt voldaan. De markt geeft weinig signalen af waardoor er grotere onzekerheid heerst over de waarde van vastgoed. Volgens sommige taxateurs kan dit het beste verduidelijkt worden met de volgende vergelijking; wanneer de visie op de vastgoedmarkt voor de crisis vergeleken kan worden met de scherpte van het beeld van een HD-kwaliteit televisie, is die nu als een korrelig beeld van een zwart/wit televisie uit de jaren '70 met een kapotte antenne.

Voor taxateurs is het belangrijker geworden om de schaarse deals die er nog zijn volledig door te analyseren. Hierbij moet breder worden gekeken dan de inkomstenstroom en een kapitalisatiefactor. Ook aspecten als overlevingskansen, alternatief gebruik, de kwaliteit van de huurcontracten en duurzaamheid van vastgoed spelen ten opzichte van voor de crisis een grotere rol bij een taxatie van commercieel onroerend goed. Hoe dan ook is een waarde altijd gebaseerd op aannames, wanneer deze aannames gebaseerd zijn op een mindere hoeveelheid, én minder representatief vergelijkingsmateriaal neemt de invloed van de subjectiviteit van de taxateur toe. Instututen als de RICS (Royal Institute of Chartered Surveyors) erkennen de toenemende onzekerheid door een afnemende hoeveelheid transacties en de invloed daarvan op vastgoedwaarde. In de RICS voorschriften over het rapporteren van taxaties is een hoofdstuk speciaal gewijd aan *valuation uncertainty*. De hoofdgedachte in deze voorschriften zijn dat een taxatierapport niet misleidend mag zijn voor de eindgebruiker. De taxateur moet een inschatting maken van de mate van onzekerheid met betrekking tot het waardeoordeel en dit benoemen in het taxatierapport, bijvoorbeeld door een gevoeligheids-, of risicoanalyse. In de interviews is echter niet expliciet gebleken dat dit momenteel veel gebeurt. Ook de enquête onder eindgebruikers van taxatierapporten beaamt dit. Er wordt door taxateurs vastgehouden aan het weergeven van de taxatiewaarde in één getal, de waarde op waardepeildatum en volgens respondenten kan het onderbouwen van de gevolgen van de marktomstandigheden op de waarde van hun vastgoed veel beter.

Michael Mallinson en Nick French (2000) stellen dat het zeer nuttig is om bewust te zijn van de invloeden van taxatieonzekerheid, omdat het begrip creëert bij de opdrachtgevers en het de geloofwaardigheid van het werk van taxateurs ten goede komt. De auteurs schrijven dat wanneer er onzekerheid bestaat over vastgoedwaarde, maar het taxatierapport één waarde

geeft aan het eind, dit potentieel misleidend kan zijn en van weinig waarde voor de cliënt. Het is niet alleen belangrijk om taxatieonzekerheid te kennen, maar er ook open over te zijn op een georganiseerde en professionele wijze waar alle partijen wat aan hebben.

Uit een enquête, wat na het verkennende karakter van een literatuuronderzoek en een vijftal interviews met taxateurs het derde deel van dit onderzoek is geweest, is gebleken dat er wat betreft de informatievoorziening in een taxatierapport nog veel winst te behalen is. Voornamelijk omtrent de gevolgen van de economie op het vastgoed van de opdrachtgever. Wanneer we ons momenteel in een goed functionerende, stabiele economie zouden bevinden wordt de inhoud van een taxatierapport door de respondenten beoordeeld met een 6,36 (op schaal van 1 tot 10), in de huidige economie krijgt de inhoudelijke rapportage echter een 5,56 als cijfer en zijn respondenten van mening dat er te weinig aandacht wordt besteed aan het rapporteren van de gevolgen van de huidige economie voor hun vastgoed. Tevens is meer dan de helft van de respondenten van mening dat het weergeven van de taxatiewaarde van hun vastgoed in een puntschatting (één getal) niet voldoet in de huidige markt en zien ze een rangeweergave, weergave in een kansverdeling of weergave van de taxatiewaarde in scenario's als waardevolle aanvulling of alternatief voor de puntschatting. Een groot deel van de respondenten geven aan dat een taxatierapport een erg belangrijke informatiebron is met veel invloed op de besluitvorming binnen hun organisatie. Voor hen is het van belang dat een taxatierapport voldoende informatie verschaft. Een punt waarop nog veel gewonnen kan worden, zo is gebleken.

Vervolgonderzoek op dit onderwerp kan zeer nuttig zijn, bijvoorbeeld door middel van een inventarisatie over de wijze van rapportage en onderbouwing van het waardeoordeel in taxatierapporten voor en na de crisis. Ook nader onderzoek naar mogelijk verschillen in wensen omtrent informatievoorziening in taxatierapporten tussen gebruikersgroepen zou nuttig kunnen zijn.

Inhoudsopgave

Voorwoord	2
Samenvatting	3
Inhoudsopgave.....	5
Inleiding.....	8
Leeswijzer.....	10
1. Onderzoeksofzet	11
1.1 Probleemstelling	11
1.2 Doelstelling	11
1.3 Vraagstelling	11
1.4 Methodiek.....	11
1.4.1 Steekproef.....	12
1.5 Empirische cyclus	12
1.6 Conceptueel model.....	13
1.7 Theoretisch kader	13
1.8 Research design/methode van aanpak.....	15
1.9 Theoretische en maatschappelijke relevantie	15
2. Een andere economie, een andere vastgoedmarkt.....	16
2.1 Macro economische marktomgeving 2012	16
2.2 Voor de crisis.....	17
2.3 De huidige vastgoedmarkt.....	17
2.4 Gevolgen voor de taxateur	18
2.5 Theoretische gevolgen van een neergaande economie	18
2.6 Interne waarde, marktwaarde en transacties.	20
2.7 Gevolgen voor vastgoedprestatie.....	21
2.8 Gevolgen voor efficiëntie vastgoedmarkt.....	22
2.9 Samengevat.....	23
3. Risico en onzekerheid	24
3.1 Risico	24
3.2 Onzekerheid.....	24
3.3 Typen onzekerheden	25
3.4 Onzekerheid in vastgoedwaardering	26
3.5 Normale en abnormale onzekerheid	27

3.6	Samengevat.....	27
4.	Taxeren in de praktijk	28
4.1	Interviewresultaten	28
4.1.1	Methodiek.....	28
4.1.2	Taxatiedefinitie	29
4.2	Onzekerheid meetbaar maken	29
4.2.1	Monte Carlo simulatie.....	31
4.2.2	Relevantie van onzekerheidsrapportage	32
4.3	Samengevat.....	33
5.	Rapportage-eisen en gebruikerswensen	34
5.1	Taxatieonzekerheid en rapportage.....	34
5.2	International Valuation Standards.....	34
5.3	RICS RedBook.....	35
5.4	Taxatie Management Instituut	36
5.5	Gebruikerswensen taxatierapporten.....	37
5.6	Bevindingen enquête	38
5.6.1	Algemeen	38
5.6.2	Rapportcijfer	39
5.6.3	Algemene opmerkingen.....	39
5.6.4	Alternatieve presentatie waardering.....	41
5.7	Samengevat.....	41
6.	Conclusies en aanbevelingen	42
6.1	Conclusies	43
6.1.1	Literatuuronderzoek	43
6.1.2	Interviews.....	43
6.1.3	Enquête en rapportage eisen.....	44
6.1.4	Antwoord op de vraagstelling.....	44
6.1.5	Deelvragen	45
6.2	Aanbevelingen nader onderzoek.....	46
6.3	Onderzoeksreflectie.....	46
	Literatuurlijst/bronvermelding	47
	Bijlage I.....	49
	Interviews	50
	Bijlage II.....	51

Enquête	52
Bijlage III.....	54
Enquête resultaten	55
Bijlage IV.....	59
Monte Carlo analyse	60

Inleiding

Het waarderen van commerciële onroerende zaken is een complex proces. Van een taxateur wordt verwacht een inschatting te maken van de waarde van een transactie die niet plaatsvindt. Bij een taxatie moet rekening worden gehouden met vele variabelen. Een aantal van deze variabelen bestaan op basis van inschatting van de taxateur. Vraagstukken omtrent inschattingen zijn bijvoorbeeld of een zittende huurder zijn contract zal verlengen, hoe het leegstandspercentage zich zal ontwikkelen en of de gebruikte referenties wel écht representatief zijn. Los van deze objectgerelateerde kenmerken zullen ook macro/meso-economische factoren meespelen bij een waardebeoordeling. Hierbij kan gedacht worden aan demografische ontwikkelingen of een trend als 'het nieuwe werken' waarbij er minder m² nodig zijn per werknemer. Aan de andere kant van de waardepeildatum zorgen afnemende transacties voor een lagere hoeveelheid marktevidence welke als referentie zouden kunnen fungeren.

Het waarderen van vastgoed is een periodiek terugkerend fenomeen. Omdat vastgoed normaalgesproken niet zo vaak verkocht wordt is er geen doorlopende prijsvorming zoals bij homogene consumentengoederen waar het spel van vraag en aanbod tot een evenwichtsprijs leidt. Om toch enigszins grip te houden op de waardeontwikkeling van vastgoed wordt het regelmatig getaxeed. Vóór het ontstaan van de crisis in 2008 werd in veel literatuur dit periodiek taxeren genoemd om de waardegroei van vastgoed te monitoren, inmiddels weten we dat het ook de andere kant op kan.

Er is veel dynamiek in het vakgebied van de taxateur. Waardebegrippen en taxatiemodellen veranderen regelmatig, vaak als gevolg van internationalisering van standaarden. Een actuele ontwikkeling is het boekhoudkundig gebruik van de *fair value* van vastgoed, het opnemen van vastgoed op de balans tegen de marktwaarde¹. Door de vele veranderingen in het vakgebied zijn er verschillende taxatiemodellen in gebruik. Hierdoor bestaat er geen gestandaardiseerde waardebeoordeling. Een goede stap in de richting was het overnemen van IVS-standaarden² door verschillende Nederlandse brancheorganisaties in 2010.

Door de vele ontwikkelingen binnen het vakgebied is het werk van een taxateur veel technischer dan voorheen, cijfermatige en statistische vaardigheden zijn belangrijker geworden. Ook moet er rekening worden gehouden met vele externe invloeden en factoren. Een ruwe inschatting op basis van ervaring en kennis van de taxateur is onder de IVS-regels niet meer mogelijk. Over de invloed van (toekomstige) ontwikkelingen zoals die van de macro-economie en de demografie op de waarde van vastgoed is nog niet veel geschreven. Er wordt veel gekeken naar data uit het verleden, waar deze invloeden al in zijn verwerkt. Hierdoor vertoont de waardeontwikkeling van vastgoed een sterke correlatie met voorgaande perioden, iets wat bijvoorbeeld bij het prijsverloop van aandelen niet het geval is.

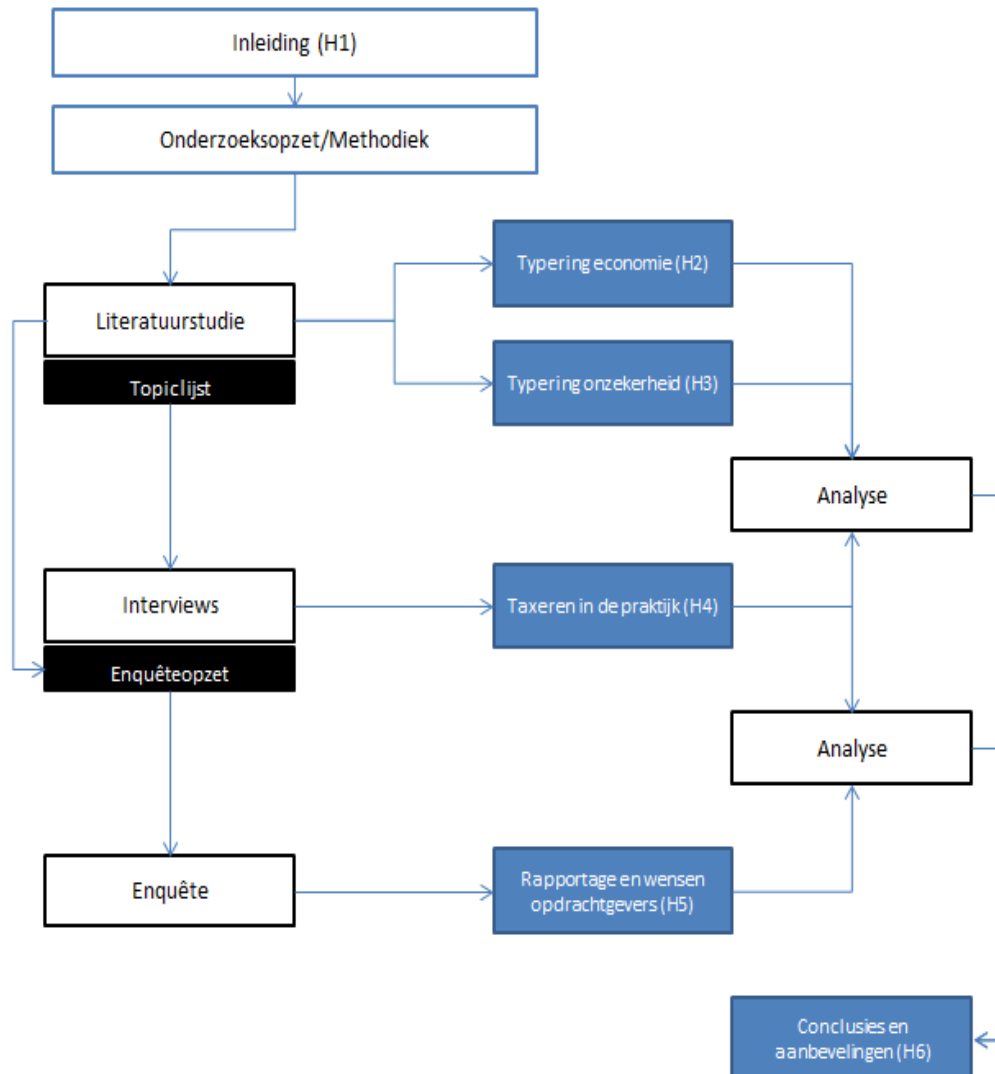
¹ De IFRS (International Financial Reporting Standards), de internationale verslaggevingsregels voor beursgenoteerde bedrijven, schrijven voor dat het jaarverslag moet uitgaan van de marktwaarde van vastgoed. Hierbij worden termen als 'fair value' en 'waarde in het economisch verkeer' ook wel gebruikt. (ProperyNL, april 2011)

² International Valuation Standards (IVS), deze geven standaarddefinities voor te hanteren waardebegrippen binnen taxatiemodellen.

Ook de kredietcrisis en de daaropvolgende eurocrisis hebben veel veranderd in het werkveld van de taxateur. De beleggingswereld is ook lang niet meer dezelfde als voor de crisis, toen was er veel geld beschikbaar en lag er een enorme druk op de markt waarin investeerders continu bezig waren hun targets te halen. Financiering van vastgoed was veel eenvoudiger waardoor een enorme leverage op investeringen mogelijk was. Deze aanwezigheid van veel vermogen en de drang om te moeten investeren heeft een waarde opdrijvend effect gehad op vastgoed waarbij risico's veelal verkeerd zijn ingeschat.

In de huidige economische tijd is het voor een taxateur vele malen gecompliceerder om een goed onderbouwd waardeoordeel te geven dan in de tijd dat de vastgoedmarkt alleen maar kon groeien. Banken willen momenteel vrijwel niets meer financieren waardoor leveragen in de huidige markt vrijwel onmogelijk is en vanwege de onzekere economie houden beleggers met veel eigen vermogen de hand op de knip. Het gevolg hiervan is een afnemende hoeveelheid vastgoedtransacties en daarmee een afnemende hoeveelheid marktsignalen wat voor de taxateur een gebrekkige hoeveelheid referentiemateriaal betekent met lang niet altijd de gewenste kwaliteit.

Leeswijzer



Bron: eigen onderzoek (2012)

Het onderzoek leunt op drie hoofdpijlers, allereerst een inventariserend literatuuronderzoek en situering van het onderwerp in de economie. Dit is terug te vinden in hoofdstuk twee en drie. Deze zijn de basis voor de volgende pijler, de verkennende interviews. Hiervan zijn de resultaten te vinden in hoofdstuk vier waarin tevens een vooruitblik wordt gegeven naar een mogelijk praktisch hulpmiddel bij taxeren in een onzekere markt. Met de kennis uit de voorgaande hoofdstukken zijn in hoofdstuk vijf de resultaten van een verdiepende enquête weergegeven en gespiegeld aan voorschriften vanuit taxatie-instituten. In hoofdstuk zes vallen de analyses tussen de drie pijlers samen in de conclusies en aanbevelingen voor nader onderzoek.

1. Onderzoeksopzet

1.1 Probleemstelling

Door onder andere een afnemende hoeveelheid vastgoedtransacties is de onzekerheid over de waarde van vastgoed toegenomen. Waarderen op basis van historische gegevens lijkt onvoldoende en kan leiden tot deze grote spreiding tussen taxatie en verkoopprijs. Voor een beter begrip van de markt moet de taxateur de markt kunnen waarderen en zich verplaatsen in de gedachtegangen van kopers en verkopers. In een onzekere economische context is het belang hiervan des te groter en des te moeilijker. De markt geeft dan weinig signalen af waardoor de mate van zekerheid over de input van een taxatiemodel afneemt, en hiermee ook de mate van zekerheid over de uiteindelijke waarde.

1.2 Doelstelling

In kaart brengen wat in de literatuur geschreven wordt over de totstandkoming van taxaties in een onzekere markt en wat de invloed is van onzekerheden omtrent de input van een taxatiemodel op de waardebepaling van een commercieel vastgoedobject. In beeld brengen wat de visie van professionals uit het werkgebied is op de totstandkoming van een waardebepaling in de huidige, onzekere vastgoedmarkt en dit spiegelen aan de gebruikerswensen van cliënten van taxatiekantoren.

1.3 Vraagstelling

Voldoet de huidige wijze van rapporteren en onderbouwen van een taxatie van commercieel onroerend goed in onzekere economische omstandigheden?

Deelvragen

- Hoe gaan taxateurs bij een waardebepaling om met gebrek aan referentiemateriaal?
- Is het in een onzekere markt wel mogelijk om naar een vaste waarde te taxeren?
- Zijn er mogelijkheden voor alternatieve waarde aanduidingen?
- Wat is de mening van gebruikers van taxatierapporten over de onderbouwing van een taxatie met een grote mate van onzekerheid?

1.4 Methodiek

Verkennd onderzoek is een goede methode om uit te vinden wat er gebeurt, om nieuw inzicht proberen te verkrijgen of om verschijnselen in een nieuw licht te beoordelen (Robson, 2002) Het is vooral nuttig om een probleem beter te leren begrijpen. Verkennd onderzoek wordt vaak vergeleken met de activiteiten van een ontdekkingsreiziger. Het startpunt is helder, maar tijdens het verloop van het onderzoek kan van richting worden veranderd vanwege nieuwe data of andere inzichten.

Dit onderzoek is gericht op het afbakenen van het onderwerp waardoor eventueel scherpere formulering van een hypothese voor toekomstig onderzoek mogelijk zal zijn. Er is in het onderzoek verkend naar de mogelijkheden voor nader onderzoek omtrent gebruikte methodiek en wijze van rapportage bij een taxatie in een onzekere markt. De 'onderzoekseenheden' zijn professionals, uit het werkgebied van de taxateur, gericht op divers (courant) commercieel vastgoed en gebruikers van taxatierapporten. De conclusies van dit onderzoek betreffen de hiervoor genoemde onderzoekseenheden. Er zal enige voorkennis nodig zijn om een

vragenlijst te kunnen opmaken. Dit zal voornamelijk tot stand komen vanuit literatuur over taxatiemethoden en enkele recente artikelen over de problematiek. Hieruit vloeit een format voort voor de interviews met professionals. De intentie van deze gesprekken zal explorerend/verkenkend van aard zijn. Er wordt geen data aan een theorie getoetst en er is geen duidelijk eindpunt, maar het leren en ontdekken hoe verschillende professionals omgaan met dezelfde waarderingsproblemen staat centraal. Vanuit de opgedane kennis is enquête opgesteld waarin gebruikers van taxatierapporten naar hun mening is gevraagd over de rapportage van een waardebepaling waarbij de onzekerheid groter is dan in 'normale' marktomstandigheden. Deze enquête is verdiepend van aard, gericht op het verkrijgen van een concreter beeld over de rapportage van een taxatie van commercieel onroerend goed.

1.4.1 Steekproef

Om tijdens het onderzoek het overzicht te bewaren zijn steekproeven bij kwalitatief onderzoek zelden groter dan twintig eenheden. De geïnterviewde professionals zullen geen homogene groep zijn omdat er sprake is van verschillende achtergronden en werkgebieden, het is van belang hier transparant mee om te gaan. Gezien het verkennend karakter van het onderzoek zou een steekproef van 5 eenheden voldoende zijn. Wat betreft de enquête is gestreefd naar een steekproef van 25-30 eenheden.

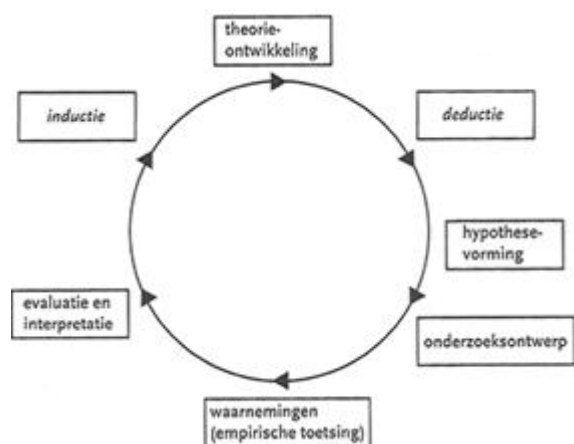
1.5 Empirische cyclus

Door middel van induceren, onderzoeken en deduceren kunnen conclusies worden getrokken in welke mate een hypothese klopt of niet. Dit proces kan meerdere keren herhaald worden waarbij de theorie door inductie, vanuit onderzoek en waarnemingen, telkens aangepast kan worden. In het hier onderstaand figuur is deze cyclus weergegeven. Het onderzoek en de waarnemingen neemt in dit onderzoek de vorm van interviews met professionals, literatuuronderzoek en een enquête aan.

Hypothese:

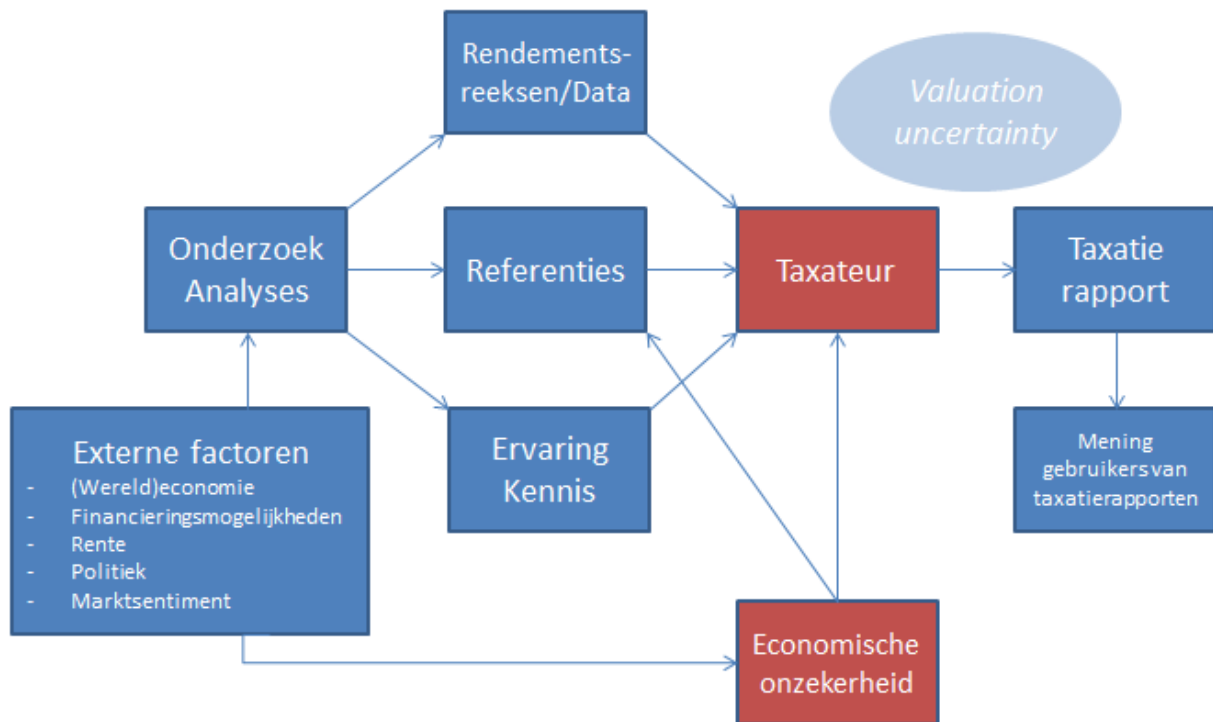
“Doordat taxateurs in een onzekere economische omgeving werken met minder, en minder accurate referenties als input voor een waardebepaling van vastgoed, is de graad van onzekerheid over de getaxeerde waarde groter. Hierdoor ontstaat bij gebruikers van taxatierapporten een andere behoefte aan rapportage en onderbouwing van het waardeoordeel”.

De nadruk van deze hypothese ligt op de werkwijze van taxateurs in een onzekere economische marktomgeving. Deze zou immers invloed hebben op verschillen tussen taxatie-, en transactiewaarden en de mate van informatievoorziening over taxatieonzekerheid. Bovenstaande hypothese is het startpunt van het onderzoek, door middel van interviews wordt er geprobeerd te achterhalen hoe taxateurs omgaan met waardebepalingen in een dergelijke economische situatie. Vervolgens wordt via een enquête naar de mening van gebruikers van taxatierapporten gevraagd.



Bron: Infoya (2012)

1.6 Conceptueel model



Bron: eigen onderzoek (2012)

1.7 Theoretisch kader

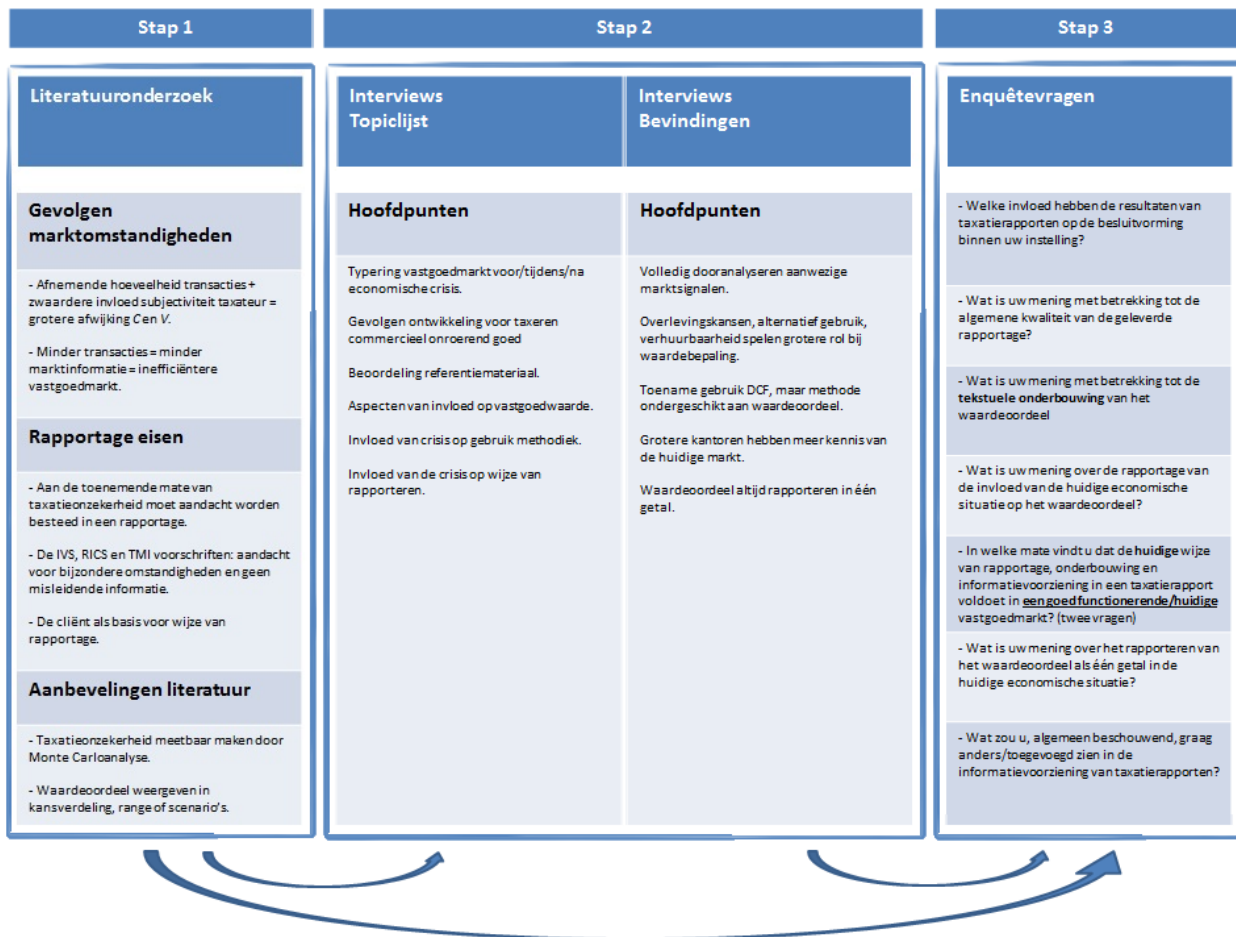
De mate van *Valuation Uncertainty* hangt af van de activiteit van de markt. Geltner en Miller (2001) hebben twee voorwaarden beschreven voor een goed functionerende vastgoedmarkt; er moeten voldoende transacties plaatsvinden en informatievoorziening moet transparant zijn. Brown en Matysiak (2000) en Parker (1999) leggen de nadruk op praktische oorzaken voor verschillen tussen taxaties en transacties. Door lage transactiefrequenties is informatie welke gebruikt wordt voor een taxatie niet compleet. Hier gaan taxateurs verschillend mee om waardoor er willekeurige aannames ontstaan in een waardering. Deze praktische beperkingen hebben volgens Parker (1999) een serieuze uitwerking op waarderingen en moeten nader onderzocht worden.

French en Gabrielli (2005) en Mallinson en French (2000) wijzen op verschillende mogelijkheden om taxatieonzekerheid te kwantificeren en te rapporteren om geen misleidende informatie aan opdrachtgevers te verschaffen door middel van kansgewogen scenario's en range-weergaven.

Geltner en Miller stellen in hun boek *Commercial Real Estate Analysis and Investments* dat de statistische \sqrt{n} -regel, waarbij n het aantal referenties is, van belang is voor de betrouwbaarheid van een waardebeoordeling. Wanneer de echte, theoretische waarde van een object C is (deze is echter nooit gekend omdat er op het moment van taxeren geen transactie plaatsvindt maar een inschatting van de omvang van het bedrag waar een mogelijke transactie op dat moment mee gemoeid zal zijn) en de getaxeerde waarde V , dan is het verschil tussen C en V groter wanneer n lager is. Los van het afnemende aantal transacties

wat als referentie kan dienen, neemt ook de mate van vergelijkbaarheid af in een neergaande markt. Referenties hebben dan een grotere mate van correctie nodig om als vergelijking te kunnen dienen. Deze correcties zijn onderhevig aan subjectiviteit en zijn van invloed op het verschil tussen C en V. Het gebrek aan referenties is invloed op het gebruik van zowel de vergelijkende, DCF en BAR/NAR methode omdat deze methoden allen vergelijkende elementen bevatten. Bijvoorbeeld in de kapitalisatiefactor welke gebaseerd is op marktevidence (van Gool 2007). Omdat bij de waardebeoordeling van een object tevens meerdere methoden naast elkaar kunnen worden gebruikt zal dit onderzoek zich niet specifiek richten op één taxatiemethode.

De bevindingen vanuit het eerst deel van het onderzoek, verkenning van relevante literatuur en typering van de marktomstandigheden, vormen input voor het tweede deel. Dit zijn de verkennende interviews met taxateurs waar het specifieke werkveld van de taxateur centraal staat. Met de bevindingen uit de eerste twee delen van het onderzoek is de enquête opgesteld waar dieper wordt ingegaan op de wijze van rapporteren van een taxatie en welke waarde dit heeft voor gebruikers van taxatierapporten, oftewel de cliënt van het taxatiekantoor.



Bron: eigen onderzoek (2012)

In bovenstaande tabel is te zien welke belangrijke inzichten zijn voortgekomen uit de drie onderzoeksdelen en hoe deze samenhang hebben. Het literatuuronderzoek vormt input voor de interviews en samen vormen ze de input voor de verdiepende enquête.

1.8 Research design/methode van aanpak

Het onderzoek is gestart met een literatuuronderzoek. Op deze wijze is verkend wat de gevolgen van een onzekere economie voor het proces en de rapportage van de waardebeoordeling van vastgoed kunnen zijn. Tevens is in deze fase gekeken naar mogelijke oplossingen en alternatieve wijzen van waarderen en rapporteren welke wellicht beter bij de economische situatie passen. Vanuit het literatuuronderzoek is een format opgesteld welke diende als leidraad voor interviews met professionals, werkzaam in de waardebeoordeling van commercieel onroerend goed. Vervolgens is door middel van een verdiepende enquête onder gebruikers van taxatierapporten hun mening en wensen in kaart gebracht omtrent de rapportage van *valuation uncertainty* die een waardebeoordeling in een onzekere economie³ met zich meebrengt.

1.9 Theoretische en maatschappelijke relevantie

Voor opdrachtgevers van een waardebeoordeling is het belangrijk om bewust te zijn van onzekerheden bij een waardebeoordeling van hun vastgoed door een taxateur. Verschillen tussen waardebeoordelingen en daadwerkelijke transacties zullen er altijd blijven gezien de imperfectie van de vastgoedmarkt. Voor een correcte onderbouwing van een waardering is echter meer nodig dan referentierendementen en vergelijkbare transactiepreisen uit het verleden. Van erg groot belang is dat een taxatierapport niet misleidend mag zijn voor de eindgebruiker. Daarom zal de nadruk in dit onderzoek liggen op de wijze van rapportage en onderbouwing van het waardeoordeel van een taxatie in een onzekere economische situatie.

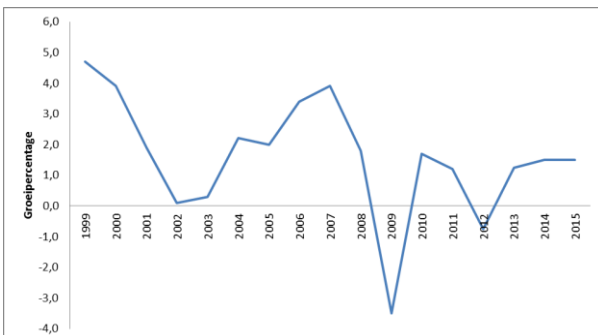
³ De mate van invloed van economische onzekerheid op vastgoedwaarde vloeit voort uit de externe factoren genoemd in het conceptueel model, dit is echter geen uitputtende lijst van factoren.

2. Een andere economie, een andere vastgoedmarkt

De laatste jaren is er erg veel veranderd op economisch gebied. Zowel wereldwijd als ook binnen Europa. Na de kredietcrisis op de financiële markten in 2007, waarin de verpakte subprime hypotheek in de VS door de stagnerende huizenmarkt een stuk minder waard werden, ontstond de Europese staatsschuldencrisis die begon in Griekenland doordat het land zijn staatsschuld niet meer zelfstandig kon financieren. Dit heeft grote gevolgen gehad voor de rest van Europa en de economie wereldwijd permanent veranderd.

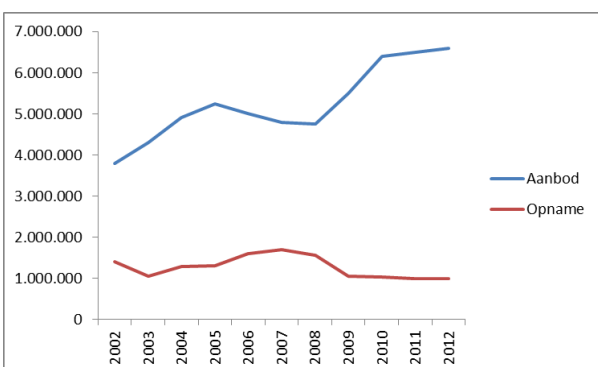
2.1 Macro economische marktomgeving 2012

Ook Nederland bevindt zich momenteel in een moeilijke economische positie. Er heerst veel onzekerheid over onder andere de (Europese) politiek, werkgelegenheid en koopkrachtontwikkeling. Deze situatie heeft ook gevolgen voor het werk van de taxateur. Er vinden veel minder transacties plaats waardoor accurate referenties wegvallen. Ook is het vele malen ingewikkelder om een goede cashflowprognose van een vastgoedobject te maken omdat de toekomst in de huidige marktomgeving extra onzeker is. Ook het samenstellen van een BAR kent deze problemen. Er zijn een aantal indicatoren die de huidige situatie in de economie en de vastgoedmarkt goed weergeven.



De ontwikkeling in het BBP wordt gezien als dé maatstaf voor het verloop van de economie in een land. In de ontwikkeling is een uiterst volatiel verloop van het BBP te zien, met 2009 als absoluut dieptepunt. De verwachtingen voor de komende jaren zijn onzeker, ook in september 2012 zorgt de aanhoudende schuldencrisis voor onzekerheid op de financiële markten.

Bron: CBS (2012), ontwikkeling BBP 1999-2015



Bron: Dynamis (2012), aanbod/opname kantoren m² VVO

(Dynamis 2012). Al sinds 2007 laat het opnamecijfer van kantoorruimte op nationaal niveau een dalende trend zien, voorlopig ziet het er niet naar uit dat dit zal gaan veranderen.

De kantorenmarkt in Nederland laat hetzelfde onzekere beeld zien. Er zijn nog geen signalen van herstel. Op 1 juli 2012 is het totale aanbod kantoorruimte meer dan 6,5 miljoen m².

Kenmerkend zijn de grote regionale verschillen, ook in verschillende periodes. In het eerste kwartaal van 2012 bijvoorbeeld, is het aanbod in de regio Zwolle het sterkst gestegen. In de daaropvolgende periode laat

dezelfde regio de sterkste daling van het aantal aangeboden m² kantoorruimte zien

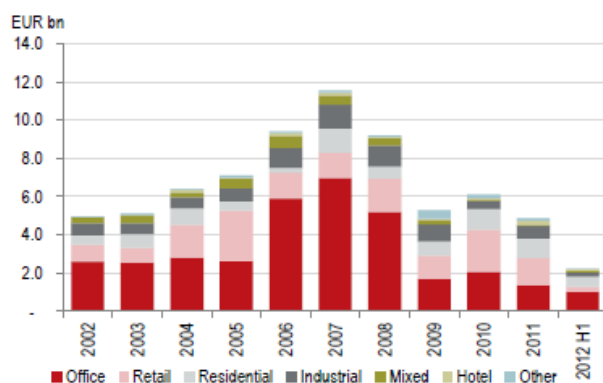
2.2 Voor de crisis

In de situatie voor de crisis werd erg geleund op waardeontwikkeling van vastgoed. Deze kon maar één kant op en dat was omhoog. In die tijd was er veel geld aanwezig en lenen tegen lage rentes was eenvoudig waardoor er veel vastgoed is aangeschaft tegen een grote leverage. Het klappen van de internetbubble in 2001 is een belangrijke gebeurtenis geweest in de vastgoedmarkt. De huren van kantoorruimte daalden, maar de onderliggende waarde van het vastgoed werd opgevangen door scherpere beleggingsrendementen. De markt werd voorzichtiger en de wensen van gebruikers van vastgoed begonnen een belangrijker positie in te nemen. Toch werd er nog altijd erg veel geld geïnvesteerd in vastgoed.

Fondsen en institutionele beleggers hadden targets die ze moesten halen waardoor er vaak goed betaald werd voor vastgoed, er was een enorme druk op de markt wat ook wel wordt aangeduid als de *wall of money*. Door deze druk op de markt ontstond er een yield-compressie, dat wil zeggen dat de rendementen van het vastgoed steeds lager werden en de waardes steeds hoger omdat de inkomsten uit het vastgoed niet evenredig met de waarde meesteeg. Deze afname van het rendement stond veelal niet gelijk aan een afnemend risico, zoals in de schoolbanken geleerd wordt. Steeds vaker rees de vraag hoe lang deze opwaardering van vastgoed ruim boven de inflatie nog door kon blijven gaan. In 2007 begon de hoeveelheid transacties op de woningmarkt langzamerhand af te nemen en begon de waardegroei van vastgoed af te vlakken. Door de crisis in 2008 draaide de markt volledig.

2.3 De huidige vastgoedmarkt

De gevolgen van de crisis zijn voor de vastgoedmarkt enorm geweest. De eerder genoemde *wall of money* is volledig verdwenen. Doordat zwaar leveragen voor de crisis eenvoudig was zijn toen veel panden aangekocht vanuit de optiek van waardeontwikkeling van het vastgoed, deze zijn toen vaak duur betaald. Wanneer deze vastgoedproducten niet op de beste locaties staan zijn de waardes nu sterk aan het afnemen en blijven nieuwe huurders vaak weg. Ook het financieren van vastgoed is erg moeilijk geworden. Banken rekenen met veel hogere rentes dan voor de crisis en de meeste traditionele banken financieren alleen nog maar vastgoed voor beleggers die ze goed kennen. Dit zijn alleen de zeer solvabele beleggers met een goede naam. Wanneer dit gekoppeld wordt aan de enorme leegstand waar de kantorenmarkt in Nederland mee kampt, kan gesteld worden dat de beleggingsmarkt momenteel pessimistisch gesteld is wat een groot deel van de vraagzijde wegneemt en een dalende investeringsomvang in vastgoed tot gevolg heeft.



In harde cijfers is er een duidelijk dalende trend zichtbaar, zoals weergegeven in de figuur hiernaast. In 2011 is er in Nederland voor € 4,8 miljard in Nederlands direct vastgoed belegd, dit is een daling van 22% ten opzichte van 2010 (JLL, 2012). Ten opzichte van 2011 is er in de eerste helft van dit jaar een daling van 4% in het beleggingsvolume te zien. Door een aantal grote transacties in deze periode is de daling beperkt gebleven.

Bron: JLL (2012), vastgoedinvesteringen per sector (in €mld)

Naast het heersende pessimisme welke zijn weerslag heeft op de cijfers is er in de huidige markt nog een ander opvallend fenomeen, zo is gebleken uit de interviews. Er is een enorm verschil in tussen vastgoed op een prime-locatie en alles buiten een dergelijke locatie. Prime-locaties zijn in Nederland zeer beperkt maar in de huidige economische situatie vrijwel de enige mogelijkheid voor een investering met een relatief laag risico. Voor alles er omheen geldt dat de markt ontzettend dun is. Bij vastgoed buiten de prime-locaties bestaat er momenteel een enorme yield-gap tussen langlopende huurcontracten en kortere huurcontracten. Voorheen liep deze redelijk lineair. Bijvoorbeeld een kantoorpand op een secundaire locatie. Wanneer op dit pand een huurcontract ligt met een looptijd van 5 jaar werd er gerekend met een BAR van 8%. Wanneer er een huurcontract op rustte met een looptijd van 10 jaar lag de BAR ongeveer een procentpunt lager. In de huidige markt voor secundaire kantoorgebouwen is, zoals eerder genoemd, de markt ontzettend dun. Dit heeft tot gevolg dat kantoorpanden met langlopende huurcontracten nog wel verkoopbaar zijn maar wanneer er een contract op rust met een resterende looptijd van 5 jaar is het in de huidige markt bij wijze van spreken onverkoopbaar en is de BAR een stuk hoger en loopt deze verre van lineair.

2.4 Gevolgen voor de taxateur

De transacties die in de huidige markt nog wel plaatsvinden, gaan vrijwel allemaal langs tussenpersonen op de grotere kantoren. Hierdoor ontstaat er een enorm gat aan kennis en kunde tussen taxateurs van deze kantoren en kleinere taxatiebureau's die minder zicht hebben op de markt. Uit de interviews met taxateurs is gebleken dat het goed kennen van de weinige transacties die nog wel doorgang vinden essentieel is voor een correcte waardebeoordeling. Een referentie uit een database halen is niet voldoende omdat dit niet het verhaal achter de transactie vertelt. Het is belangrijk om de deals volledig te kennen, inclusief huurvrije perioden, incentives etc. om zo een realistisch beeld van de weinige marktsignalen te schetsen.

Hiernaast is er de laatste jaren een toenemend belang van kwalitatief goede huurcontracten voor de waarde van vastgoed. Voorheen werden huurcontracten met een looptijd van 10 jaar als extreem zeker gezien, nu is dat niet meer zo. Echter is niet alleen de looptijd van belang. Bij een beleggingsobject moet verder worden gekeken dan de looptijd van de huurcontracten. Naast de kwaliteit van huurders nemen locatie en sustainability (zowel economisch als bouwtechnisch) een steeds belangrijkere positie in als factor welke van invloed is op vastgoedwaarde. Voor de taxateur wordt het belangrijker hier goed mee om te kunnen gaan en een goede inschatting te kunnen maken wat de invloeden van deze factoren zijn op de waarde van het onderliggende vastgoed. Vraagstukken die hierin kunnen meespelen zijn het inschatten van de huurder, beoordelen wat mogelijk is na afloop van huurcontracten, ontwikkelingen van indexen, de invloed van incentives op dit moment en hoe daar in de toekomst mee wordt omgegaan

2.5 Theoretische gevolgen van een neergaande economie

Geltner en Miller (2001) hebben, zoals eerder genoemd, twee voorwaarden gesteld voor een goed functionerende vastgoedmarkt; er moeten voldoende transacties plaatsvinden en informatievoorziening moet transparant zijn. Maar wat als er aan (één van) deze voorwaarden niet wordt voldaan? Wat zijn de gevolgen voor het taxeren van vastgoed?

Omdat vastgoed geen homogeen product is, is het in theorie nooit mogelijk om bij een waardebepaling de exacte marktwaarde vast te stellen. Dé marktwaarde⁴ van een object is ook niet bekend. Wanneer verschillende taxateurs een waardebepaling uitvoeren op hetzelfde object is het zeer onwaarschijnlijk dat dezelfde waarde wordt bepaald. Dit is geen gevolg van onkunde van de taxateur maar verklaarbaar vanuit de typering van de vastgoedmarkt (imperfecte informatievoorziening, unieke objectkenmerken, infrequente transacties). De waarde van een vastgoedobject kan dan in een normale verdeling worden geplaatst. Het gemiddelde in deze verdeling is de echte marktwaarde van een object en daaromheen liggen waardeindicatoren voor het gemiddelde; de referenties. In de praktijk is het niet waarschijnlijk dat het gemiddelde van een de referenties exact gelijk valt met het gemiddelde in de normale verdeling van de 'echte' marktwaarde omdat deze niet perfect verspreid zijn in de normale verdeling. Deze perfecte normale verdeling is in de realiteit, evenals de *echte* marktwaarde, dan ook niet zichtbaar.

Wat wél zichtbaar gemaakt kan worden is het gemiddelde van een verzameling referenties uit de praktijk. Wanneer deze referentietransacties representatief zijn voor het object waarvan de waarde moet worden bepaald, dan kan dat door middel van de volgende vergelijking:

$$V = \left(\frac{1}{n}\right) \sum_{i=0}^n Vi$$

Hierbij is V het gemiddelde van de transacties, n is het aantal referentietransacties en $\sum_{i=0}^n Vi$ is de som van alle referentietransacties. Wanneer de theoretische *echte* marktwaarde wordt genoteerd als C dan kan worden gesteld dat voor een eigenaar C belangrijker is om te weten dan V , omdat dit de meest waarschijnlijke prijs is die verkregen kan worden (in een perfecte markt). Echter is V hiervan de beste benadering mogelijk. Zowel binnen dit concept als in de praktijk bestaat er altijd een verschil tussen C en V . Het is van belang voor een taxateur om het verschil tussen beide zo klein mogelijk te houden omdat dan de realiteit zo goed mogelijk benaderd wordt. Statistisch gezien zou dit mogelijk zijn door n te vergroten waarbij de \sqrt{n} -regel kan helpen. Hierbij geldt dat de gemiddelde waarde nauwkeuriger wordt wanneer het aantal referenties n , groter is. Hieruit vloeit voort dat wanneer een taxateur meer vergelijkbare panden in zijn waardebepaling betreft, de taxatie van een vastgoedobject statistisch gezien accurater is.

Wanneer de economie zich in een onzekere fase bevindt, en er niet meer wordt voldaan aan de voorwaarden voor een goed functionerende vastgoedmarkt zoals beschreven in Geltner en Miller, dan neemt het aantal transacties af waardoor het voor een taxateur moeilijker wordt om voldoende referenties, én voldoende relevante referenties te vinden wat gevolgen heeft voor zowel de \sqrt{n} -regel als de spreiding van de gebruikte referenties. Hierdoor zal, theoretisch gezien, het verschil tussen C en V in een onzekere economische marktomstandigheden toenemen. Dit betekent dat bij onzekere marktomstandigheden een waardebepaling meer afwijkt van de daadwerkelijke (niet gekende, C) marktwaarde dan bij een waardebepaling van hetzelfde object in een goed functionerende markt.

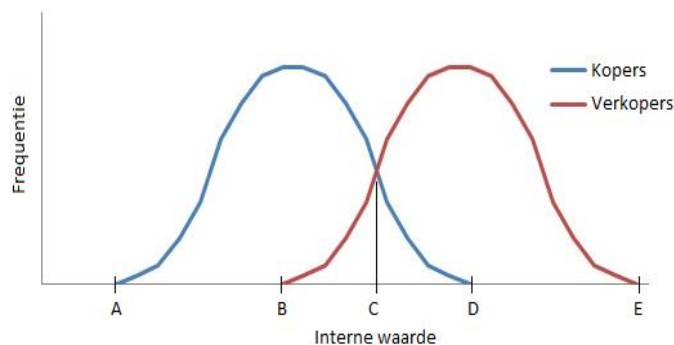
³ Omdat geen enkel vastgoedobject exact gelijk is, bestaat de prijs voor vastgoed alleen bij benadering. Dit betekent niet dat er geen *echte* marktwaarde is, deze bestaat wel in conceptuele zin. Alleen is deze voor iedereen onbekend en niet observeerbaar.

Naast de bovengenoemde afnemende absolute hoeveelheden transacties in slechtere marktomstandigheden is het aannemelijk dat de overgebleven transacties minder representatief vergelijkingsmateriaal te bieden hebben omdat er uit een kleinere ‘pool’ referenties gevist moet gaan worden. In de praktijk zullen de waarden van referenties door de taxateur vertaald moeten worden naar een vergelijkbare waarde voor het te taxeren object. Wanneer deze minder representatief zijn, zoals in slechtere marktomstandigheden, dan zal de interpretatie van de taxateur⁵ een grotere invloed hebben op de uitkomsten. Naast een afnemende n , is het zwaarder meewegen van de subjectiviteit van de taxateur het tweede aspect welke invloed heeft op een grotere afwijking tussen C en V in slechtere marktomstandigheden.

2.6 Interne waarde, marktwaarde en transacties.

De interne waarde van een vastgoedobject is iets anders dan de marktwaarde. Het is de waarde wat vastgoed kan bieden aan een partij die het in eigendom heeft. Hoeveel is goede huisvesting waard voor een onderneming, of hoe groot is de investering die een belegger wil doen voor een bepaalde cashflow? Wanneer de interne waarde van een object voor een potentiële koper groter is dan de interne waarde van hetzelfde object voor de huidige eigenaar, vindt er een transactie plaats. Hierbij geldt: interne waarde koper > transactieprijs > interne waarde verkoper

Oftewel: “conditio sine qua non” als voorwaarde, de koper en de verkoper van vastgoed moeten tevreden zijn met het resultaat. De transactieprijs zal zichtbaar zijn, maar de interne waarden die partijen aan een object koppelen zijn niet zichtbaar. Wanneer de frequentieverdeling van de interne waarde van de populaties van kopers en verkopers samen in een figuur worden gezet is het volgende zichtbaar:



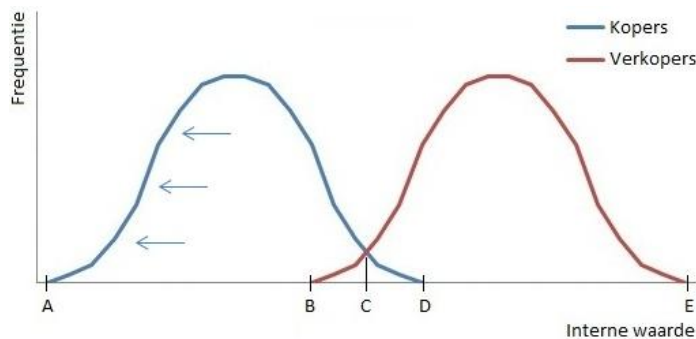
Bron: Geltner en Miller (2001)

De gehele populatie kopers is bereid om bedrag A te betalen voor dit bepaald type vastgoed, niet een van de kopers is bereid om meer te betalen dan waarde D . Bij de verkopers ligt de verdeling als volgt, er is geen verkoper die het betreffende type vastgoed voor minder dan B van de hand wil doen en er is niet een partij in de populatie verkopers die meer eist voor het vastgoed dan waarde E . Geltner en Miller (2001) beschrijven het oppervlak waar beide populaties elkaar overlappen, dat is tussen B en D , als de ruimte waar transacties plaatsvinden. De evenwichtsprijs C , ligt exact in het midden van deze ruimte. Dit is de marktwaarde, maar deze is onbekend. Doordat de vastgoedmarkt geen perfecte markt is zal

⁵ Dit is geen gevolg van onkunde van de taxateur, maar een gevolg van verminderde marktomstandigheden. Voor elke taxateur zal hetzelfde gelden, gevolg is echter dat een groter deel van de waardebepaling door de taxateur wordt bepaald en minder door prijsvorming op een vrije markt.

de exacte evenwichtsprijs zelden bereikt worden. De meeste transactiepreisen van een object liggen rondom deze prijs. Door de transacties die hebben plaatsgevonden te analyseren kan er een redelijke inschatting gemaakt worden door kopers en verkopers wat de marktwaarde is van vergelijkbaar vastgoed.

Maar wat gebeurt er met de interne waarden van kopers en verkopers van vastgoed in een onzekere markt of economie? Aannemelijk is dat er wat betreft de interne waarde van de populatie verkopers bij going business niet veel verschuiving plaatsvindt, mits het niet om gedwongen verkopen gaat. Omdat in een verslechterende economie onzekerheid en risico's op een investering toenemen en financieringsmogelijkheden afnemen, zullen (potentiële) kopers geneigd zijn minder te investeren dan in een groeiemarkt. Dit is te zien doordat de gehele populatie kopers in de grafiek naar links verschuift omdat hun interne waarde van een potentiële investering daalt door toegenomen risico en onzekerheid en afgenomen financieringsmogelijkheden. De overlap tussen beide populaties wordt kleiner en het aantal transacties neemt af.



Bron: eigen onderzoek (2012)

In bovenstaand figuur is te zien dat er minder overlap is tussen beide populaties. Het aantal transacties n , (en mogelijke referenties voor de taxateur) is sterk afgenomen ten opzichte van een groeiende marktsituatie, waardoor het moeilijker wordt om C te benaderen. In het bovenstaande gaat het uitsluitend om de absolute hoeveelheid transacties, niet de waarde van deze transacties. Een verschuiving van de kopers populatie naar links bij een onzekere markt zou kunnen suggereren dat de transactiepreisen dichter bij C liggen omdat het overlappende oppervlak kleiner wordt. Dit is echter niet zo, bovenstaande figuren geven weer hoe vaak kopers en verkopers elkaar vinden, het laat een absoluut aantal transacties zien. De prijsvorming bij deze ontmoetingen verlopen anders. Hier zal verder niet op ingegaan worden.

2.7 Gevolgen voor vastgoedprestatie

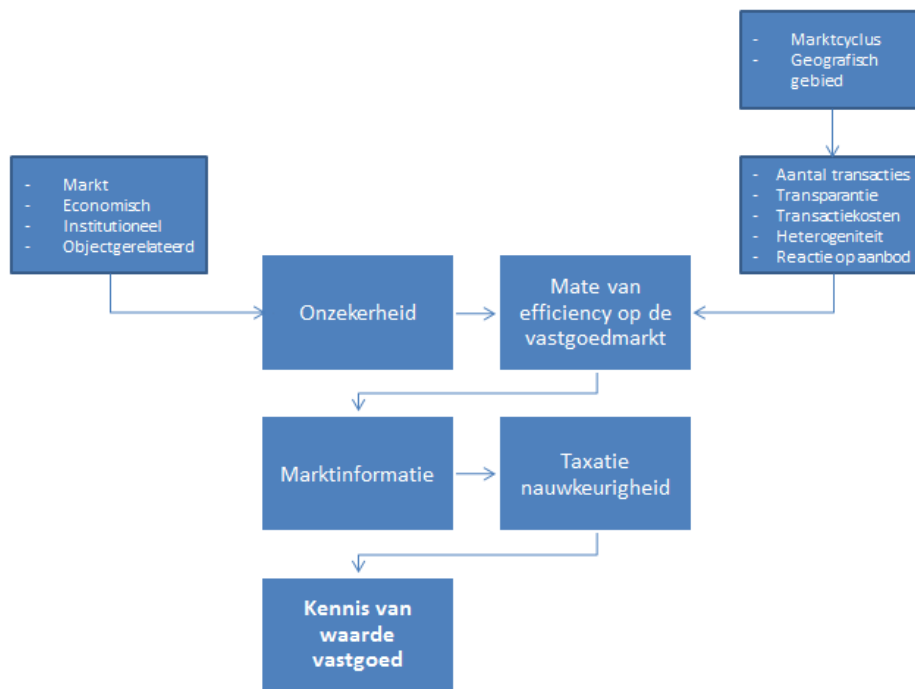
Alfred Benson stelt in zijn artikel "*Appraisal considerations in Distressed Markets*" (Alfred Benson, 1993) dat in een normaal functionerende markt beleggingsvastgoed alleen wordt verkocht wanneer deze financieel gezien vrijwel optimaal presteert of wanneer een potentiële koper verwacht een vastgoedobject tegen minimale inspanning en kosten relatief meer opbrengst kan laten genereren. In een normale marktsituatie wordt vastgoed wat verkocht is en niet voldoet aan deze geschetste situaties vaak vermeden als referentie voor een taxatie omdat deze worden getypeerd als niet representatief voor de markt. In een marktsituatie waarin we ons momenteel bevinden presteert veel vastgoed onder het optimale economisch niveau en is dit niet tegen lage kosten te veranderen. Theoretisch gezien wordt een taxateur dan gevraagd om een halffabricaat te waarderen in plaats van een eindproduct.

In de economische cyclus zijn een recessie of een extreme groei geen normale marktsituatie. Vaak wordt echter alleen de recessiefase gezien als *distressed*. Gevolgen van een dergelijke fase zijn dat eigenaren veelal niet meer willen verkopen tegen lagere prijzen die potentiële kopers bieden, de vraag neemt af, prijzen dalen, huurders zien overaanbod aan ruimte en worden verleid met incentives, leningen kunnen niet meer worden afgelost en banken willen geen leningen meer verstrekken, referenties voor waardebepalingen worden schaarser en zijn moeilijker te analyseren.

2.8 Gevolgen voor efficiëntie vastgoedmarkt

De mate van informatievoorziening in een markt is van grote invloed op de prijsvorming van producten. Wanneer van een bepaald product veel transacties plaatsvinden en de informatievoorziening hieromtrent is zeer transparant dan kan de prijsvorming van dit product zeer efficiënt worden genoemd en is hiermee een goede afspiegeling van vraag en aanbod. Een voorbeeld hiervan zijn bijvoorbeeld consumenten die boodschappen doen in de supermarkt of aandelentransacties op de beursvloer. Door de aanwezigheid van relatief veel informatie bij deze transacties is er geen tussenkomst van een bemiddelende partij met unieke kennis nodig om te adviseren over de waarde van het product. Bij de koop/verkoop van een uniek product, bijvoorbeeld een Rembrandt, bestaan geen prijsgegevens uit het verleden of vanuit andere vergelijkbare transacties omdat die er niet zijn. Taxeren van een dergelijk uniek schilderij is grotendeels een gok omdat de marktwaarde niet vanuit betrouwbare signalen/evidence kan worden bepaald. Het is dan een best guess. De vraag die een taxateur zich moet stellen is dat waar op deze lijn tussen aandelen en een Rembrandt de vastgoedmarkt zich bevindt en in welke richting deze zich beweegt. Neemt het aantal transacties af en wordt de markt hierdoor minder transparant dan zal vastgoed in grotere mate op een uniek product gaan lijken en wordt de waardebepaling moeilijker.

Doordat er altijd een bepaalde mate van marktinefficiëntie aanwezig is in de vastgoedmarkt, is er altijd de kans dat een taxatie een minder goede afspiegeling is van de waarde. Deze mate van inefficiëntie kan verkleind worden door het traceren van soortgelijke transacties en het nauwkeurig monitoren van marktontwikkelingen. De Brauwer stelt in zijn onderzoek naar het toekomstperspectief van de taxateur (Brauwer, De 2009), dat het verkrijgen van actuele marktinformatie essentieel is. Wanneer deze marktinformatie minder voorhanden is door bijvoorbeeld een recessie of economische crisis wordt het voor een taxateur een stuk ingewikkelder om de mate van inefficiëntie zo klein mogelijk te houden. De aspecten van invloed op de kennis van vastgoedwaarde kunnen in een schema worden geplaatst. Deze is te zien op de volgende pagina.



Bron: Brauwer, de (2009)

In een normaalgesproken liquide markt, zoals bijvoorbeeld in de vier grote steden, is de vastgoedmarkt volwassener waardoor kennis breder in de markt ligt en er meer geld is voor onderzoek en bevordering van transparantie. Hier functioneert de markt beter dan in de perifere geografische gebieden.

De economische cyclus heeft veel invloed op de mate van marktefficiëntie.

Vastgoedeigenaren zijn in een opgaande markt gebaat bij veel transparantie en uitwisseling van marktinformatie omdat dan de stijging van de vastgoedwaarde het best afgespiegeld kan worden vanuit de groeiende economie. In een stagnerende (vragers)markt is er minder marktinformatie aanwezig en is de betrouwbaarheid en actualiteit van deze marktinformatie minder sterk dan in een groeiemarkt.

2.9 Samengevat

De economische crisis heeft een enorme invloed gehad op het functioneren van de vastgoedmarkt wereldwijd en in Nederland. De vraag naar commercieel onroerend goed is enorm afgenomen en de markt wordt overschaduwed door onzekerheid. Kopende en verkopende partijen zijn door de crisis uiteengedreven en bestaand vastgoed presteert veelal verre van optimaal. Uit de interviews is gebleken dat het door de zowel afgenomen kooptransacties als huurtransacties onmogelijk is om een scherp beeld van de markt te krijgen door het gebrek aan informatie en marktsignalen. Dit heeft tot gevolg dat de kennis van vastgoedwaarde en de taxatienauwkeurigheid is afgenomen ten opzichte van de periode voor de crisis.

3. Risico en onzekerheid

Van het waarderen van vastgoed wordt vaak gezegd dat het een kunst is en geen wetenschap. Er valt echter wat van te zeggen dat dit alleen over het toepassen van verschillende waarderingstechnieken gaat en niet over taxeren op zich. Waardebepaling is het inschatten wat er voor een goed wordt betaald in de markt, dit zal altijd gepaard gaan met onzekerheid. Bijvoorbeeld onzekerheid over vergelijkbare transacties, over specifieke kenmerken van het object of onzekerheid over de marktomstandigheden en verwachte marktomstandigheden. Doordat er onzekerheid bestaat over de input van een taxatiemodel zal dit doorwerken in de output van het model; de getaxeerde waarde (French en Gabrielli 2005). Een getaxeerde waarde kan alleen met volledige zekerheid worden vastgesteld als de toekomst perfect gekend is, omdat dit nooit het geval kan zijn is er altijd de mogelijkheid dat de echte waarde afwijkt van de ingeschatte marktwaarde (Mallinson 1994). In vele artikelen wordt het belang van het onderkennen van deze mogelijke afwijken aangestipt, en als oplossing aangedragen dat verschillende scenario's kunnen worden gesimuleerd voor een beter begrip van onzekerheid. Byrne en Cadman (1984) hanteren de volgende definities van onzekerheid en risico:

Uncertainty: “is anything that is not known about the outcome of a venture at the time when the decision is made.”

Risk: “is the measurement of a loss identified as a possible outcome of the decision.”

3.1 Risico

Winst uit onderneming haalt zijn bestaansrecht uit de aanwezigheid van risico, het is de beloning op het nemen van een bepaald risico bij ondernemingsactiviteit. Bij elk project, uitgevoerd door onderneming, bestaat risico. Risico is een voorspelbare en stochastisch⁶ modelleerbare gebeurtenis welke leidt tot een negatieve afwijking van het geëiste rendement van een project. Risico is op te splitsen in systematisch en onsystematisch risico. De eerste omhelst het marktrisico en de tweede het onsystematische, of specifiek, risico van een bepaalde asset. Onzekerheid is moeilijker te definiëren en tevens niet goed te kwantificeren omdat het bestaat vanuit een gebrek aan kennis en/of informatie.

3.2 Onzekerheid

Wat betreft onzekerheid bij investeringen in een project worden er door Hargitay en Yu (1993) gradaties aangebracht in de mate van onzekerheid. Deze mate van onzekerheid is van invloed op het al dan niet kunnen bepalen wat de gevolgen van onzekerheid zijn op een bepaald resultaat. Op de volgende pagina zijn de verschillende maten van onzekerheid en hun kenmerken in een tabel weergegeven.

⁶ Stochastische gebeurtenis: een gebeurtenis welke afhankelijk is van een bepaalde kans of het toeval.

Mate van onzekerheid	Kenmerk
Absolute onzekerheid	De aanwezigheid van onzekerheid kan worden bepaald maar er is geen kennis over de mogelijkheid dat het zal optreden
Gedeeltelijke onzekerheid	De aanwezigheid van onzekerheid kan worden bepaald en de kans dat het zal optreden kan soms worden bepaald
Onzekerheid	De aanwezigheid van onzekerheid kan worden bepaald en de kans dat het zal optreden kan altijd worden bepaald
Absolute zekerheid	Er zijn geen onzekerheden

Bron: RICS (2011)

3.3 Typen onzekerheden

Nick Bywater (RICS, 2011) onderscheidt de volgende typen onzekerheden welke van invloed zijn op investeringen. In zijn rapport *Reflecting uncertainty in valuation for investment purposes* beschrijft hij deze gericht aan gebruikers van taxatierapporten. De verschillende typen onzekerheden kunnen raakvlakken hebben en aan elkaar gerelateerd zijn.

Economische, financiële en politieke onzekerheid

Economische onzekerheid bestaat altijd, al zal het een grotere rol spelen in tijden van een recessie. Financiële onzekerheid doelt op fluctuaties in de kosten van geld en de mogelijkheden voor ondernemingen om projecten gefinancierd te krijgen. De politiek is van invloed op wetgeving en belastingmaatregelen. Een veranderlijke politieke omgeving, kan van grote invloed zijn op onzekerheden voor de vastgoedmarkt.

Wetgeving en regulering

Mogelijke wetsveranderingen kunnen van grote invloed zijn op ondernemingen. Een verandering in wetgeving is vaak een langdurig proces, zodat investeerders zich erop kunnen voorbereiden. Echter wanneer uitkomsten niet duidelijk zijn kan het onzekerheid met zich meebrengen.

Fysieke onzekerheid

Fysieke onzekerheid van vastgoed heeft voornamelijk betrekking op veroudering, dit kan zowel economische, structurele of relatieve veroudering zijn wat bepalend is voor de verhuurbaarheid van een object.

Bezettingsgraad van de investering

De bezettingsgraad van onroerend goed is van zeer grote invloed op de kasstroom. Wanneer er onzekerheid bestaat over het al dan niet verlengen van de huurcontracten van een of meerdere huurders heeft dit een waardedrukkend effect.

Huur

Huuronzekerheid heeft betrekking op het leegstandspercentage, looptijden van contracten in de markt, kwaliteit van huurders, het moeten geven van huurvrije periodes en bijvoorbeeld variatie in huurprijzen.

Marktonzekerheid

Marktonzekerheid ligt in de mogelijkheden om vanuit de bestaande marktsituatie een visie te ontwikkelen op toekomstige ontwikkelingen in de markt. In een sterk groeiende markt waarin een groot aantal investeerders mee willen gaan in het behalen van mooie rendementen zal de beleggingsdruk sterk toenemen. Dit heeft grote gevolgen voor de vraag naar vastgoed op de kopersmarkt, dit kan beleggingsrendementen opleveren die niet in verhouding staan tot de vraag op de huurmarkt. Dit fenomeen heeft zich ook voorgedaan op de Nederlandse markt ten tijde van de internetbubble. In een recessie is het ontwikkelen van een visie op de toekomst extra moeilijk omdat er minder transacties plaatsvinden en er dus minder signalen worden afgegeven door de markt. Hoe minder marktdata en hoe zwakker deze data, hoe groter het risico is om onjuiste verwachtingen op marktontwikkelingen te hebben.

Waarderingsonzekerheid

Onder verschillende omstandigheden kunnen verschillende waarderingsontstaan. Een waardering is essentieel bij een investeringsproces en belangrijk voor zowel het rendement van de investeerder als voor de financierder van de investering.

3.4 Onzekerheid in vastgoedwaardering

In de context van vastgoedbeleggingen kan risico worden gedefinieerd als de mogelijkheid dat een verwachte cashflow of geëist rendement niet worden gehaald door een voorspelbare gebeurtenis. De mate van onzekerheid hangt vooral af van activiteit in de markt. Hoe actiever de vastgoedmarkt, hoe beter een getaxeerde waarde onderbouwd kan worden. En andersom.

Bij het bepalen van onzekerheid welke van invloed is op een investering, en uiteraard ook bij het bepalen van de waarde van vastgoed, is het belangrijk om verschillende typen onzekerheden te kunnen identificeren. Michael Mallinson en Nick French (2000) stellen dat het zeer nuttig is om bewust te zijn van de invloeden van taxatieonzekerheid en waar deze zijn oorsprong vindt omdat het begrip creëert bij de opdrachtgevers en het de geloofwaardigheid van het werk van taxateurs ten goede komt. Het kwantificeren van deze onzekerheden kan zeer complex of in sommige gevallen zelfs wel onmogelijk zijn, afhankelijk van de gradatie..

Onzekerheid met betrekking tot het taxeren van vastgoed vloeit voort uit de moeilijkheden waar een taxateur mee te maken krijgt in het gedachtenproces naar een waardeoordeel. Hij moet de markt beoordelen en een oordeel geven over wat de markt voor het te taxeren object wil betalen (Mallinson en French 2000). Hierdoor is een taxatiewaarde een afgeleide van de mening van een expert en geen objectief feit. Het gevaar hierbij is dat opdrachtgevers een taxatie vaak wel zo zien. Daarom heeft Michael Mallinson in The Mallinson Report (Mallinson 1994), de aanbeveling gedaan om taxatieonzekerheid zichtbaar te maken door hiervoor algemeen bruikbare standaarden en methoden te ontwikkelen.

Mallinson en French (2000) expliciteren typen onzekerheid welke van invloed zijn bij de taxatie van vastgoed in een indicatieve lijst. Deze gaan verder dan de wat algemenere typering gegeven door Bywater (2011). Voorbeelden hiervan zijn liquiditeit (courantheid), beschikbaarheid van huurders, marktdynamiek en als laatste de keuze van de taxateur. Hiermee wordt de uiteindelijke waarde bedoeld welke in het rapport als de taxatiewaarde komt te staan. Volgens de auteurs is dit ook hoe het zal moeten zijn alleen kan deze waarde in een context worden geplaatst zoals bijvoorbeeld een normale verdeling. Op deze manier is de informatievoorziening naar de opdrachtgever transparanter.

3.5 Normale en abnormale onzekerheid

Alle vastgoedwaarderingen brengen een zekere mate van onzekerheid met zich mee. De spreiding van deze onzekerheid kan variëren in verschillende economische fases, zo stelt Michael Mallinson (Mallinson 1994). Gebruikers van taxaties accepteren deze onzekerheid zo lang de resultaten betrouwbaar zijn. In extreme marktomstandigheden kan een taxateur niet met dezelfde zekerheid en nauwkeurigheid taxeren als verwacht kan worden in een normale markt. Deze verschillende marktomstandigheden bepalen het verschil tussen normale taxatieonzekerheid en abnormale taxatieonzekerheid (Mallinson en French 2000).

In de situatie van abnormale onzekerheid, dit kunnen volgens de RICS bijvoorbeeld juridische moeilijkheden bij een specifiek object of instabiele financiële markten zijn, moet dit gerapporteerd worden en mag de waarde anders dan in een puntschatting worden weergegeven. Echter geven de RICS voorschriften geen uitleg over hoe abnormale onzekerheid geïdentificeerd of gerapporteerd moet worden.

Een veelgestelde vraag in de literatuur is of de weergave van de taxatiewaarde anders dan een puntschatting de geloofwaardigheid van taxateurs aantast. Mallinson en French (2000) zijn van mening dat het doel van een taxatierapport het informeren van de opdrachtgever is. Daarom zou het volgens hen juist de geloofwaardigheid van een taxateur aantasten als er een sterke mate van onzekerheid bij een taxatie aanwezig is maar dit niet wordt gerapporteerd.

3.6 Samengevat

Taxatieonzekerheid bestaat altijd. In een neergaande markt is deze echter groter dan in een groeiemarkt en speelt de professionele subjectiviteit van de taxateur een grotere rol. Normale onzekerheid is geaccepteerd, in situaties van abnormale onzekerheid zou er speciale aandacht aan besteed moeten worden in de rapportage van een taxatie. Onzekerheid vindt zijn oorsprong in diverse typen en kan ingedeeld worden in verschillende gradaties.

4. Taxeren in de praktijk

4.1 Interviewresultaten

De interviews met taxateurs hebben verhelderd waar de echte praktische problematiek ligt waar men tegenaan loopt in de huidige marktsituatie en hoe daar mee om wordt gegaan. In hoofdlijnen was dit bij alle geïnterviewden hetzelfde, er zijn echter nog wel een aantal verschillen waargenomen.

In de tijden dat alles was gericht op waardeontwikkelingen werd vaak het gemiddelde van een aantal transacties genomen, dit lichtelijk gecorrigeerd waar nodig en dan was er de taxatiewaarde. Dit was een stuk eenvoudiger omdat de waardeontwikkeling één kant op ging. Een taxatie was voornamelijk gericht op huurstream en yield. De huidige economie vraagt een veel bredere benadering van taxeren.

Taxeren is in de huidige markt veel uitdagender. Het belang om de weinig marktsignalen die er zijn volledig door te analyseren op incentives en dergelijke om zo de getallen zo zuiver mogelijk maken is sterk toegenomen. De achtergrondverhalen van een deal zijn erg belangrijk om te kennen, alleen cijfers uit het Kadaster halen is niet voldoende. Ook overlevingskansen van een object, alternatieve gebruiksmogelijkheden, grondwaarde en omgeving spelen een grotere rol in de waardebeoordeling van commercieel vastgoed. Vanwege de gebrekkige hoeveelheid marktinformatie kunnen ook deals die niet zijn doorgegaan een relevant marktsignaal zijn omdat dan een bovengrens is aangegeven van wat een bepaald object in ieder geval niet waard is. Omdat een zeer gedetailleerde visie op de markt aan belang heeft gewonnen hebben de grotere kantoren, waar ook transacties langs plaatsvinden, een groter voordeel ten opzichte van de kleinere kantoren. Deze leunen voor een groot deel op hun databases, wat in de huidige markt snel een vertekend beeld kan geven.

De verhuurbaarheid van commercieel onroerend goed heeft een grotere invloed op de waarde gekregen na het verschuiven van een verhuurdersmarkt naar een huurdersmarkt. Daarom zijn duurzaamheid en locatie van grotere invloed op de waarde dan voor de crisis. Bij een waardebeoordeling van een object wat op deze punten slecht scoort wordt meer gekeken naar alternatieve mogelijkheden/gebruik. In de huidige markt zal een taxateur creatiever moeten omgaan met beschikbare informatie om een waarde te kunnen onderbouwen. In goede periodes leunt een waardebeoordeling meer op referenties, in een minder goede periode meer op het ambacht, de kennis en de ervaring van de taxateur.

4.1.1 Methodiek

Over het gebruik van de methodiek bestond onder de geïnterviewde enige verdeeldheid. De laatste jaren heeft de DCF-methode aan terrein gewonnen en geeft deze methode het meest realistische beeld van vastgoedwaarde in de huidige markt, volgens één van de geïnterviewden. Echter wordt een eenvoudige kapitalisatiemethode als BAR/NAR nog steeds veelgebruikt omdat de DCF ook leunt op veel aannames en meer variabelen en hierdoor schijnzekerheid kan vertonen. Meest voorkomend is het gebruik een combinatie van methoden en wordt er bij verschillen in uitkomst geanalyseerd waar deze vandaan komen. Hierbij is het ambacht en het gevoel van de taxateur met de markt erg belangrijk. Meerdere geïnterviewden gaven aan dat de methodiek ondergeschikt is aan de waarde, het maakt niet uit welke methode gebruikt wordt als de waarde maar correct is.

Over de wijze van publiceren van de waarde gaven de geïnterviewden aan dat dit gebeurt in de vorm van één waarde, de marktwaarde en dat is het. Een range of kansverdeling is niet aan de orde bij de rapportage van het waardeoordeel.

4.1.2 Taxatiedefinitie

Goed definiëren wat er precies getaxeerd wordt is het startpunt van een waardebepaling. In verschillende marktsituaties kan de definitie al van grote invloed zijn op de eindwaarde. Wanneer er een deel leegstand bestaat bijvoorbeeld, in een goed functionerende markt waar eenvoudig huurders gevonden kunnen worden heeft leegstand weinig invloed op de waarde van het object. In een slechte markt daarentegen zijn (langlopende) huurcontracten enorm belangrijk voor de waarde van het object. Het is dan erg belangrijk om de kwaliteit van de huurders en de huurcontracten goed in kaart te brengen. Dit is in de interviews nadrukkelijk naar voren gekomen. Door de lage vraag van huurders in slechte marktomstandigheden is vastgoed wat langdurig verhuurd is veel meer waard dan wanneer een object kampt met leegstand. Leegstand kan in een groeiemarkt immers makkelijker worden opgevangen dan in een situatie met weinig vraag naar kantoorruimte.

Het belang van een grondige analyse van objectkenmerken wordt in een slechte markt groter. Dit is om de verhuurbaarheid te bepalen. Een slechte markt is een huurdersmarkt waarin het belang van objectkenmerken toeneemt. Hierbij kan gedacht worden aan klimaatbeheersing, parkeerratio's, bereikbaarheid en uitstraling. Vallen de objectkenmerken positiever uit ten opzichte van concurrerende objecten, dan is het aannemelijk dat de opnamesnelheid hoger ligt.

Hierbij moet echter een kanttekening worden geplaatst. Wanneer de markt aangeeft dat vastgoed alleen verkocht kan worden tegen een waarde op basis van de huidige netto opbrengsten dan heeft een dergelijke analyse geen zin. Er wordt dan immers niets betaald voor het potentiële en de leegstand van het vastgoed omdat de markt geen vertrouwen heeft in een nauwkeurige analyse van de toekomstige ontwikkelingen. Er wordt alleen betaald voor de huidige economische prestatie. Uit de interviews is gebleken dat dit geen uitzonderingssituatie is in de huidige marktomstandigheden.

Een veelgebruikte methode voor de waardebepaling van vastgoed is directe kapitalisatie vanuit een marktafgeleide kapitalisatiefactor. In onzekere marktomstandigheden wordt het erg belangrijk om de verborgen aannames in deze 'black box' te erkennen. Directe kapitalisatie wordt normaalgesproken toegepast bij stabiele financiële vooruitzichten. De kapitalisatiefactor wordt dan uit de markt gehaald of opgebouwd vanuit verschillende componenten. Theoretisch gezien is dit een goede procedure wanneer de referenties in een stabiele markt tot stand zijn gekomen, maar kan het een verkeerd beeld geven wanneer dit in een onzekere markt is gebeurd. De reden hiervoor is dat er grote verschillen kunnen zijn in leegstand en andere variabelen wat een dergelijke methode in een slechte markt erg complex maakt.

4.2 Onzekerheid meetbaar maken

Het is algemeen aanvaard dat onzekerheid in een waardebepaling altijd aanwezig is en zijn oorzaak vindt in gebrekkige kennis en informatie over de input van een taxatiemodel, zo stellen French en Gabrielli in hun artikel *The uncertainty of valuation*, (French en Gabrielli 2005). Dit ligt niet aan de professionaliteit van de taxateur maar aan de kenmerken van de vastgoedmarkt. De uitkomst van een taxatiemodel is alleen 100% zeker als de toekomst perfect voorspeld kan worden en wanneer de input van het model op volledige zekerheid

berust. Omdat dit onmogelijk is, bestaat er altijd het risico dat de 'echte' waarde afwijkt van de getaxeerde waarde. In een zogenoemde puntwaardering (één waarde), wordt de mate van onzekerheid niet gekwantificeerd en blijft deze onduidelijk. French en Gabrielli (2005) pleiten voor een verbeterd model waarin een bepaalde kans/weging wordt gekoppeld aan de inputvariabelen in een taxatiemodel, de output is dan ook een range van kansgewogen waarden. Een stap vooruit zou al zijn door eenzelfde waardebepaling meerdere malen uit te voeren met verschillende, realistische inputwaarden. Dit komt neer op een eenvoudige gevoeligheidsanalyse.

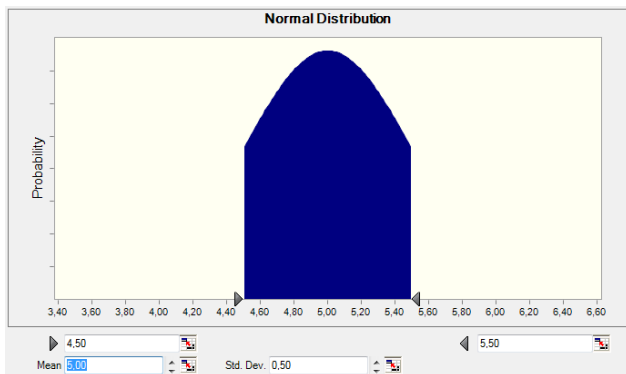
Nog een stap verder in het kwantificeren van onzekerheid is het simuleren van verschillende scenario's, zo stellen French en Gabrielli (2005). Sinds 1960 is de zogenoemde Monte Carlo simulatie een belangrijke manier geweest om risico te kwantificeren. Hierbij wordt een bepaald proces, bijvoorbeeld een waardebepaling, vele malen uitgevoerd. Aan elke inputvariabele in het taxatiemodel wordt dan niet één waarde gekoppeld maar een kansverdeling van realistische waarden. In het geval van de m² huurprijs van een kantoorpand bijvoorbeeld. De taxateur maakt dan een inschatting voor de prijs op basis van een beperkt aantal referenties welke wellicht niet geheel representatief zijn voor het te waarderen object maar vanwege het ontbreken van goede referenties toch gebruikt worden. Deze prijs is de meest aannemelijke waarde waarvoor op de taxatiedatum verhuurd kan gaan worden. Echter is het niet onlogisch dat de prijs een stuk lager, of wellicht hoger uitvalt. Afhankelijk van de marktomstandigheden kan dit variëren, in een sterke markt waar veel transactiedata beschikbaar is, is het aannemelijk dat de geobserveerde referenties dichtbij elkaar liggen. Bij een verslechterende markt neemt het aantal goed vergelijkbare referentiepanelen af en moet de taxatie gebaseerd worden op minder goed vergelijkbare transacties waardoor de spreiding in de referenties groter wordt. Met deze kennis kan voor de m²-prijs een kansverdeling worden opgesteld waarbij aan de meest aannemelijke waarde de zwaarste weging wordt toegekend en aan de extremen de laagste weging. Op deze wijze wordt voor elke inputvariabele een verdeling van mogelijke waarden opgesteld met een bepaalde weging.

Vanuit deze kansverdelingen selecteert de Monte Carlo techniek voor elke inputvariabele een willekeurige waarde waar vervolgens een taxatiewaarde als antwoord uitkomt. Door dit proces vele malen te herhalen kan met alle antwoorden, de taxatiewaarden, een verdeling gemaakt worden waarin onder andere een gemiddelde, een range, en standaarddeviatie zichtbaar zijn. Deze statistische benadering van vastgoedwaardering kwantificeert de gevolgen van onzekerheid op de waarde van onroerend goed en geeft volgens French en Gabrielli (2005) een beter beeld van de werkelijkheid dan een puntschatting. Hierbij moet wel de kanttekening geplaatst worden dat de mate van onzekerheid van invloed is op de mogelijkheid om taxatieonzekerheid op een realistische wijze te kunnen kwantificeren. Door Hargitay en Yu (1993) zijn gradaties aangebracht in de mate van onzekerheid, deze tabel is te vinden in het vorige hoofdstuk. In de situatie van absolute onzekerheid zou een Monte Carlo simulatie weinig verhelderen.

4.2.1 Monte Carlo simulatie

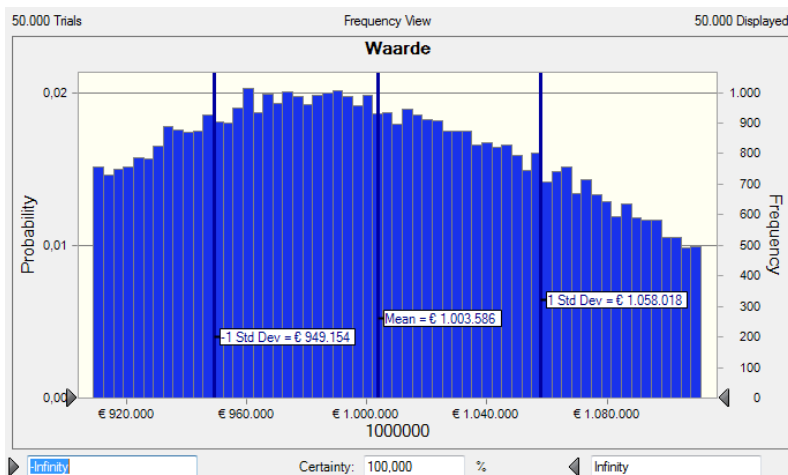
In het volgende gesimplificeerde voorbeeld wordt kort uitgelegd hoe een Monte Carlo simulatie tot stand komt en hoe taxatieonzekerheid gekwantificeerd kan worden.

Wanneer een willekeurig kantoorgebouw zojuist verhuurd is voor een bedrag van € 50.000,- per jaar kan de taxateur door middel van de kapitalisatiemethode de waarde van het gebouw taxeren. De yield wordt door de taxateur vanuit de markt getaxeerd op 5%. Omdat er geen stabiele economische situatie is, en de markt alle kanten op kan gaan zou de yield in de meest gunstige situatie ook 5,5% kunnen zijn of in het slechtste geval 4,5%. De yield van 5% blijft de meest aannemelijke, en heeft hierdoor de zwaarste wegingsfactor. Dit betekent dat wanneer de simulatie 50.000 keer wordt uitgevoerd de kans het grootst is dat 5% het meeste voorkomt. De taxateur heeft ingeschat dat de yield hoe dan ook tussen de range van 4,5% en 5,5% valt. De input van de simulatie ziet er dan als het volgende figuur.



Bron: eigen onderzoek (2012), Oracle Crystal Ball

Wanneer er 50.000 simulaties uitgevoerd worden met bovengenoemde input dan vormt zich een duidelijk beeld wat de invloed is van de range en wegingen van de marktyield-waarden op de getaxeerde waarde van voorbeeldsituatie.



Bron: eigen onderzoek (2012), Oracle Crystal Ball

De gemiddelde waarde ligt in deze simulatie op € 1.003.586,- wat niet significant afwijkt van de situatie wanneer gerekend wordt zonder onzekerheid met betrekking tot de marktyield. De simulatie verschaft naast een waardeoordeel tevens aanvullende informatie wat betreft de door de taxateur ingeschatte onzekerheid als gevolg van een veranderende marktyield. Hier is weergegeven dat wanneer de spreiding in de marktyield beperkt wordt tussen 4,5% en 5,5%,

oftewel de kwantificering in valuta van de door de taxateur ingeschatte marktonzekerheid, nog € 54.306,- in beide richtingen bedraagt.

Een Monte Carlo analyse kan voor bepaalde groepen gebruikers van taxatierapporten nuttige aanvullende informatie verschaffen, uit de enquête naar gebruikerswensen is dit ook gebleken. In bijlage III zal de werking van een Monte Carlo simulatie nader worden toegelicht in een uitgebreidere (hypothetische) taxatie.

4.2.2 Relevantie van onzekerheidsrapportage

Zoals al eerder genoemd worden waardebepalingen waarvan het rapport een puntschatting bevat door gebruikers ervan vaak gezien als vaststaand feit. Wanneer deze schatting met grote onzekerheid gepaard gaat, wat niet is gerapporteerd, kan dit onnodig risico's met zich meebrengen voor zowel de cliënt als de taxateur zelf. Bijvoorbeeld in een situatie wanneer een transactie plaatsvindt die substantieel afwijkt van een recente waardering van het verkochte object, of wanneer een taxatierapport bij een beoordelingscommissie terechtkomt. French en Mallinson (2000) pleiten voor een zo open mogelijke rapportage van informatie die relevant kan zijn voor zowel gebruikers als taxateurs. Zij stellen dat taxateurs vaak voorzichtig zijn met het rapporteren van details vanuit de gedachtegang achter de waardebepaling van vastgoed maar dat openheid hierover, op een professionele wijze goed kan zijn voor beide partijen.

In the Mallinson report (Mallinson 1994) wordt een aantal meningen beschreven over het al dan niet cijfermatig rapporteren van onzekerheid in een taxatierapport. Deze meningen lopen zeer uiteen, van 'ongewenst' tot 'verstandig' tot 'het moeten beschrijven van onderliggende onzekerheden en risico's'. In eerste instantie is er bij opdrachtgevers de behoefte naar een eenduidig getal welke niet afgezwakt wordt door een range of normale verdeling. Aan de andere kant is er bij een aantal opdrachtgevers wél de behoefte om de onzekerheden omtrent de waardebepaling in beeld te brengen.

Michael Mallinson (1994) adviseert de RICS daarom in zijn rapport dat er onderzoek moet worden gedaan naar mogelijke methodologieën om onzekerheid op een realistische wijze te rapporteren maar niet de verantwoordelijkheid van de taxateur tot een degelijke taxatie wegneemt. Zijn grootste beweegredenen zijn het realistisch informeren en bewustwording creëren bij opdrachtgevers, en ook het door taxateurs erkennen van de aanwezigheid van onzekerheid bij een waardebepaling. Een waardebepaling is immers een individuele inschatting van een transactieprijs in de markt. Het is geen objectief feit maar een afgeleide van een professional vanuit een evaluatie van marktsignalen. Ondanks dit worden waardebepalingen door gebruikers vaak wel gezien als een feit (French en Mallinson, 2000).

Mallinson's aanbeveling omtrent onzekerheid luidt als volgt:

“Common professional standards and methods should be developed for measuring and expressing price trends and valuation uncertainty”.

4.3 Samengevat

Taxateurs hebben hun werkgebied de afgelopen jaren enorm zien veranderen. Om tot een gedegen waardeoordeel te komen zijn in de huidige markt andere kwaliteiten en benaderingswijzen nodig dan voor de economische crisis. Wat is gebleken uit de interviews is dat er ondanks de sterk toegenomen onzekerheid wanneer het gaat over de input van een taxatiemodel, de uiteindelijke waarde nog steeds als één getal wordt genoemd. Wanneer dit wordt gereflecteerd aan de theorie zoals besproken in eerdere hoofdstukken is dit opvallend te noemen. Er zijn auteurs geweest die deze vorm van rapporteren in een dergelijke markt als misleidend hebben bestempeld, en hierdoor direct in strijd met de geschetste kaders waaraan taxatierapporten moeten voldoen. In het volgende hoofdstuk zal dieper worden ingegaan op deze kaders vanuit het oogpunt van de RICS (Royal Institute of Chartered Surveyors), IVS (International Valuation Standards) en TMI (Taxatie Management Instituut). De nadruk zal hierbij liggen op de wijze van rapporteren van taxatieonzekerheid.

5. Rapportage-eisen en gebruikerswensen

In het RedBook, welke is opgesteld door de RICS, zijn verplichte regels en voorlichtingen over de 'best practice' opgenomen welke als basis dienen voor taxaties welke door RICS leden worden uitgevoerd. De standaarden in dit boek zijn in overeenstemming met de International Valuation Standards (IVS) welke zijn uitgegeven door de International Valuation Standards Council (IVSC). Het RedBook dient als basis voor de procedures waar RICS leden mee werken.

5.1 Taxatieonzekerheid en rapportage

In de extremen van de economische cyclus is waarderen van vastgoed moeilijker, zoals eerder is uitgelegd. De graad van zekerheid welke aan een waardebeoordeling kan worden gehangen varieert bijvoorbeeld met de tijd, objectkenmerken, beschikbare informatie en de economische situatie. De RICS stelt bij het definiëren van taxatieonzekerheid in Guidance Note 5 van het RICS RedBook dat variatie in waarderingen geen gevolg zijn van (het gebrek aan) de professionaliteit of vakkundigheid van een taxateur.

Een instabiele markt is een belangrijke factor welke bijdraagt aan onzekerheid in waardebeoordelingen. De RICS erkent de sterk gedaalde transactievolumes en andere invloeden op vastgoedwaarde maar stelt dat de markt nog steeds functioneert, zij het op een lager niveau. Vanuit de RICS zijn adviezen afgegeven over het rapporteren van taxatieonzekerheid. Hierin wordt gesteld dat de taxateur zal moeten inschatten wat de mate van onzekerheid is met betrekking tot zijn waardeoordeel en dit benoemen in zijn taxatierapport omdat een taxatie niet misleidend mag zijn. Wanneer de taxateur besluit dat zijn waardeinschatting onderhavig is aan onzekerheid zal het volgende in het rapport beschreven moeten worden:

- Taxatieonzekerheid onder de aandacht brengen
- De aard en graad van de onzekerheid benoemen
- Specifieke moeilijkheden uitgebreid beschrijven, bijvoorbeeld een gebrek aan vergelijkbare transacties.

Daarnaast kan een taxateur een gevoeligheids- en risicoanalyse toevoegen en de waardering in de context van trends op lange termijn plaatsten. Onzekerheid benoemen in een standaardzin of disclaimer is onacceptabel. Verder kan een taxateur een dialoog aangaan met zijn opdrachtgever om te praten over eventuele speciale omstandigheden en te adviseren over de toekomst.

5.2 International Valuation Standards

De IVS beginnen met een toelichting op de basis van waarde vanuit een algemene economische beschouwing op het vrije spel van vraag en aanbod. Vervolgens worden er een groot aantal begrippen gedefinieerd welke betrekking hebben op het waarderen van assets en de wijze van communicatie van een taxatie naar de opdrachtgever. Vervolgens wordt gesteld dat bij waarderingen die uitgevoerd zijn op basis van de IVS, de desbetreffende taxateurs verplicht zijn zich te houden aan alle delen van de Gedragscode met betrekking tot ethiek, competentie, openbaarmaking en rapportage.

Bovenstaande gedragscode doelt op het gebruik en onderbouwing van de juiste methodieken op en manier die niet misleidend is voor de opdrachtgever. Hierbij moeten onder andere alle aannames en beperkende omstandigheden waarop de waardering is gebaseerd, worden gerapporteerd. In het volgende deel van de IVS wordt aandacht geschonken aan de discussie omtrent *Market Value*. De marktwaarde van vastgoed is normaalgesproken gebaseerd op informatie vanuit vergelijkbaar vastgoed. In het waarderingsproces moet de taxateur adequaat en relevant onderzoek uitvoeren om gefundeerde oordelen af te kunnen geven. Hierbij kan data niet zomaar gebruikt worden maar moeten alle marktsignalen, trends, vergelijkbare transacties en andere relevante informatie onderdeel zijn van het afwegingsproces. Wanneer er beperkte, of geen relevante data voor handen is moet de taxateur dit duidelijk rapporteren en aangeven in hoeverre het waarderingsproces beperkt werd door de afwezigheid van data. Het moet duidelijk in het rapport beschreven staan of de getaxeerde marktwaarde zijn basis vindt vanuit marktsignalen, of dat de taxatie zwaarder is gebaseerd op een inschatting van de taxateur door een gebrek aan bruikbare data, of de aard van het getaxeerde object.

De discussie vervolgt met de gevolgen van het verloop van de economische cyclus. Deze beweging moet altijd in ogenschouw worden genomen aangezien het invloed heeft op de bruikbaarheid van marktdata. Snelle veranderingen in de economie hebben als gevolg dat prijzen ook snel veranderen, dit is erg goed zichtbaar in de aandelenmarkt maar voor de vastgoedmarkt geldt dit niet. Wanneer de economie voor een langer periode in onbalans is, vormt het huidige sentiment en de verwachtingen omtrent de ontwikkelingen in de economie. Zoals tevens in het eerste hoofdstuk vanuit de theorie gezien, ontstaat ook in deze discussie het beeld dat er in een zwakke, dalende markt er een kleinere hoeveelheid 'gewillige verkopers' zijn. Van de weinige transacties die nog plaatsvinden kan een deel elementen bevatten van gedwongen verkoop of andere omstandigheden die het 'gewillige' voorvoegsel op de verkopers wegneemt. Taxateurs moeten van deze factoren bewust zijn en bij dergelijke marktsignalen in staat zijn er een oordeel over te geven in hoeverre deze representatief zijn voor de markt.

Wat betreft de rapportage en onderbouwing hiervan, moeten taxatierapporten die volgend de IVS-standaarden zijn opgesteld minimaal op basis van het volgende worden opgesteld:

- De conclusies van de taxatie moeten scherp en helder worden geformuleerd op en manier die niet misleidend is.
- De cliënt en de voorgenomen reden van gebruik van het taxatierapport moeten de basis vormen voor de rapportage.

5.3 RICS RedBook

Wat betreft de rapportage is er in bijlage 6 van het RedBook aandacht besteed aan de minimuminhoud van taxatierapporten. Hier komen onderdelen als de benoeming van de opdrachtgever, het taxatiedoel, het te taxeren object en de basis van waarde. Dit laatste omhelst een definitie van het gehanteerde waardebegrip, bijvoorbeeld marktwaarde. In het licht van dit verkennend onderzoek naar waardebepaling van commercieel vastgoed in een markt die weinig signalen afgeeft zijn de volgende rapportage-eisen van speciaal belang:

- Eventuele uitgangspunten, bijzondere uitgangspunten, voorbehouden, bijzondere instructies en afwijkingen.

Dit punt wordt als volgt geëxpliciteerd:

Alle gehanteerde uitgangspunten moeten worden vermeld, samen met mogelijk vereiste voorbehouden. Bijzondere uitgangspunten moeten duidelijk worden vermeld. Wanneer de taxatie wordt uitgevoerd op basis van beperkte informatie, moet het rapport alle bijzonderheden van de beperking vermelden. Wanneer wordt afgeweken van de standaarden moet dit worden genoemd en toegelicht. Wanneer verklaringen zijn gebaseerd op het vooruitzicht van toekomstige groei van huur- en/of kapitaalwaarden, moet een verklaring worden opgesteld met de strekking dat die groei misschien nooit plaatsvindt en dat waarden zowel kunnen dalen als stijgen.

- De aard en de bron van de informatie waarop de taxateur zijn oordeel baseert.

Dit punt wordt als volgt geëxpliciteerd:

Indien de taxatie is uitgevoerd zonder de informatie die normaal gesproken beschikbaar is bij de uitvoering van taxaties, moet de taxateur dat duidelijk maken. De taxateur moet in het rapport aangeven of (waar mogelijk) verificatie nodig is van informatie of uitgangspunten waarop de taxatie is gebaseerd, dan wel aangeven dat informatie die als wezenlijk wordt beschouwd, niet is geleverd. Taxateurs dienen tevens alle aanvullende informatie op te nemen waarover zij de beschikking hadden of die door hen werd vastgesteld en waarvan zij menen dat deze essentieel is voor de opdrachtgever om inzicht te krijgen in en baat te hebben bij de taxatie voor het doel waarvoor deze werd opgesteld.

5.4 Taxatie Management Instituut

Een relatief nieuwe ontwikkeling op het gebied van taxatierichtlijnen is een initiatief van NVM Business. Deze heeft een systeem ontwikkeld om de wijze van taxeren uniformer te maken. Door het lanceren van het Taxatie Management Systeem (TMS) moeten taxaties van commercieel vastgoed inzichtelijker, vergelijkbaar en kwalitatief toetsbaar zijn. Ook is er meer aandacht besteed aan de onderbouwing van de waardebepaling, om zo de vastgoedbranche transparanter te maken. In Vastgoedmarkt (Vastgoedmarkt 2012) wordt gerefereerd naar dit nieuwe systeem, waarbij vermeld wordt dat deze goed door de markt is ontvangen en inmiddels 200 taxateurs van het systeem gebruik maken. Omdat het systeem is opgezet vanuit de Taxatierichtlijn Commercieel Vastgoed (TCV) past het binnen de kaders van IVS en de RICS.

De minimumvereisten van een taxatierapport volgens de TCV zijn vrijwel gelijk aan de eisen die gesteld worden door de IVS en de RICS. Echter op het gebied van het rapporteren van referenties is het TCV een stuk concreter. Per waardering dienen er drie referenties of referentieobjecten te worden toegevoegd waarvan de gegevens zo volledig mogelijk dienen te zijn. Tevens wordt de taxateur gevraagd toe te lichten waarom de betreffende referenties relevant zijn voor het te taxeren object. De referenties moeten volgens de TCV zo volledig mogelijk worden opgenomen in het rapport, bij voorkeur de volgende gegevens:

Huurreferenties

Transactiedatum
 Naam
 Straat, huisnummer, postcode, plaats
 plaats
 Type object
 Bouwjaar
 Huurder(s)
 m²/stuks
 Markthuur per m²
 Huuropbrengst
 Lengte van het huurcontract
 Incentives
 Opmerking/verklaring afwijking
 Foto

Koop-/beleggingsreferenties

Transactiedatum
 Naam
 Straat, huisnummer, postcode,
 Type object
 Bouwjaar
 m²
 Koopsom
 Kosten koper
 Huurder
 Huuropbrengst/huurwaarde
 Lengte van het huurcontract
 BAR/NAR
 Opmerking/verklaring afwijking
 Foto

De IVS en RICS en TCV standaarden bieden een raamwerk met betrekking tot de opdrachtverlening, onderzoeksvereisten, uitvoeringswijze en verslaglegging van taxaties. Naast deze randvoorwaarden kunnen banken of financieringsinstellingen, institutionele beleggers of andere ondernemingen hun eigen format en/of eisen aanleveren bij de taxateur die deze vervolgens gebruikt bij het taxatieproces.

5.5 Gebruikerswensen taxatierapporten

Om een indruk te krijgen hoe gebruikers van taxatierapporten/cliënten van taxatiekantoren over de rapportage van een taxatie en de onderbouwing van het waardeoordeel denken, is een korte enquête gehouden. De enquête is voorgelegd aan 162 organisaties waarvan het vermoeden bestond dat deze met enige regelmaat vrager zijn van een taxatierapport van commercieel onroerend goed. Bij deze enquête is als doelgroep gekozen voor woningcorporaties, financieringsinstellingen, institutionele beleggers en particuliere beleggers. Hierbij moet vermeld worden dat de eerste groep, met 124 uitgenodigden, verreweg het grootste was. De enquête is opgesteld met behulp van de website www.thesistools.nl, waarna uitgenodigden via de mail een begeleidend schrijven met een link naar de enquêtes toegestuurd hebben gekregen.

De uitnodiging van de enquêtes is in alle gevallen naar het algemene e-mailadres van de desbetreffende organisatie gestuurd met de vraag of deze doorgestuurd kon worden naar een medewerker welke regelmatig taxatierapporten onder ogen heeft. Wat betreft de groep woningcorporaties was het van tevoren vrijwel onmogelijk, of té tijdrovend, om uit te zoeken of de corporaties überhaupt commercieel onroerend goed in hun portefeuille hebben. Daarom is onderaan de uitnodiging vermeld dat wanneer dit niet het geval is, de corporatie de uitnodiging als niet-verzonden kan beschouwen. Na een reminder is de respons in absolute aantallen uitgekomen op 25, wat neerkomt op 15,4% van de uitgenodigden. Gezien het niet direct kunnen benaderen van de juiste persoon, en het wegvallen van een groot deel van de corporaties vanwege het niet in bezit hebben van direct commercieel onroerend goed is dit een goede respons te noemen, waar een percentage van 15% ongeveer het

ervaringsgemiddelde is bij bedrijven. Tien van de 25 respondenten heeft de enquête anoniem ingevuld. De overige, bekende, deelnemers zijn weergegeven in onderstaande tabel:

Type	Naam
Particuliere belegger	Chaletgroep
	Stena
Institutionele belegger	SPF Beheer
	Vesteda
	Altera Vastgoed
	Bouwinvest
Woningcorporatie	Syntrus Achmea
	Heuvelrug Wonen
	Antares
	Lefier
	Omniawonen
	Woonmensen
	Maasdelta
	Mijande
	Parteon

Bron: eigen onderzoek (2012)

Gezien het doel van de enquête, een indicatie of idee krijgen van de mening is van gebruikers van taxatierapporten met betrekking tot rapportage en onderbouwing van een waardeoordeel, is de respons voldoende om daar iets nuttigs over te kunnen zeggen. De uitkomsten van de enquête zijn terug te vinden in bijlage II.

5.6 Bevindingen enquête

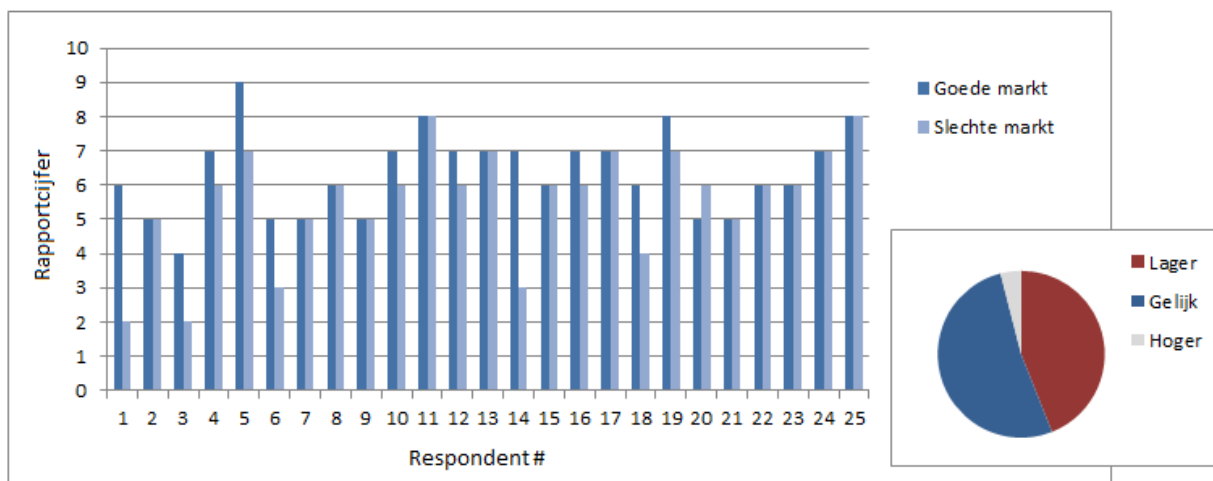
5.6.1 Algemeen

Voor de respondenten zijn taxatierapporten over het algemeen een belangrijke informatiebron, maar liefst 68% gaf aan dat een taxatie 'veel tot zeer veel' invloed heeft op de besluitvorming binnen zijn/haar organisatie. Wat betreft de kwaliteit en inhoudelijke rapportage van taxatierapporten is naar drie verschillende aspecten gevraagd, namelijk de mening van gebruikers over de algemene kwaliteit, de tekstuele onderbouwing van het waardeoordeel en de rapportage omtrent de invloed van de huidige economische situatie. Hierin is in de antwoorden wat betreft de modus een glijdende schaal terug te vinden, respectievelijk goed, voldoende en matig. Aan de hand van de respons lijkt het er hierdoor op dat cliënten vooral graag uitgebreidere informatie willen wat betreft de invloed van de economische crisis op de waarde van hun vastgoed.

5.6.2 Rapportcijfer

Het volgende deel van de enquête bestond uit een beoordeling van de algemene inhoud van een taxatierapport, in relatie tot de economische situatie, op een schaal van 1 tot 10. De vraag is opgesplitst in tweeën waarbij de huidige wijze van rapporteren, die van na de crisis, als basis dient en alleen de economische situatie anders is voorgesteld. Wanneer de huidige wijze van rapportage, onderbouwing en informatievoorziening in een taxatierapport toegepast zou worden in tijden van een goed functionerende economie en vastgoedmarkt zouden hiervoor genoemde onderdelen van een taxatie door de respondenten gemiddeld beoordeeld worden met een 6,36. Wanneer dezelfde wijze van rapportage, onderbouwing en informatievoorziening in een rapport toegepast wordt in een economische situatie als de huidige dan worden genoemde onderdelen gemiddeld beoordeeld met een 5,56⁷. Wanneer dit rapportcijfer naast de uitkomsten van de vraag over de rapportage van de invloed van de huidige economische situatie op het waardeoordeel wordt gelegd, lijken daar kansen te liggen om in een taxatierapport misschien uitgebreider stil te staan bij dit topic. Nog betere informatievoorziening omtrent de relatie tussen vastgoedwaarde en de economie zou door veel gebruikers erg gewaardeerd kunnen worden. De algemene opmerkingen die respondenten aan het einde van de enquête konden geven beamen dit.

In onderstaand figuur staan de rapportcijfers van de respondenten over de huidige wijze van rapporteren in een goede en slechte markt. Het verschil tussen de beoordelingen van beide economische situaties staat in de inzet.



Bron: eigen onderzoek (2012)

5.6.3 Algemene opmerkingen

Los van de meerkeuze vragen en cijfermatige beoordeling van aspecten van een taxatierapport, is gebruikers op het einde van de enquête gevraagd algemene relevante opmerkingen te plaatsen om hun mening te kunnen geven over niet behandelde onderwerpen. Punten welke hierbij meerdere malen naar voren zijn gekomen is het taxeren in scenario's wanneer marktinformatie ontbreekt en de onderbouwing van referenties. Ook een

⁷ In hoeverre een door de crisis mogelijk lagere waardering van de desbetreffende vastgoedobjecten van invloed is op de beoordeling van de algemene kwaliteit van taxatierapporten door respondenten is niet meetbaar gemaakt in deze enquête.

uitgebreidere toelichting van de marktinformatie en mening van de taxateur met betrekking tot de graad van onzekerheid van toepassing op het waardeoordeel zijn genoemd.

Een aantal van deze algemene opmerkingen zijn opvallend, en kunnen geïnterpreteerd worden als tegenstrijdig met een deel van het raamwerk welke is opgesteld door het RICS/IVS/TMI. Hierbij dient de kanttekening geplaatst te worden dat het niet te achterhalen valt welke taxateurs voor de respondenten werkzaam zijn geweest, waar zij eventueel lid van zijn en aan welke eisen zij moeten voldoen.

De meest voorkomende opmerkingen liggen op het gebied van een toelichting op de gebruikte marktinformatie en referenties. De volgende opmerkingen van respondenten hebben betrekking op dit onderwerp:

- “Een mening van de taxateur, of hij het moeilijk vond een waardeoordeel te geven”.
- “Een oordeel over de courantheid en de kwaliteit van de beschikbare referenties”.
- “De onderbouwing van referenties en de relatie tussen het getaxeerde en de referenties kan en moet veel beter”.
- “Meer markt informatie welke relevant is voor het object opnemen in het rapport”.

Wanneer bovenstaande opmerkingen naast citaten uit de raamwerken van de RICS/IVS/TMI worden gelegd ontstaat het beeld dat er nog veel winst te behalen valt in een uitgebreidere tekstuele rapportage van de huidige marktomstandigheden en de gevolgen daarvan voor het specifieke object. In de voorschriften wordt duidelijk vermeld dat beperkende omstandigheden en in hoeverre deze omstandigheden de waardebepaling hebben beperkt, gerapporteerd moeten worden.

Wat reeds is gebleken uit de vraag of het rapporteren van het waardeoordeel als één getal in de huidige economische situatie nog wel voldoet wordt bij de algemene opmerkingen verder ondersteund;

- “Bij gebrek aan marktinformatie andere manieren toepassen om de waarde te berekenen. Zoals een DCF met meerdere scenario's”.
- “Een waardeoordeel in verschillende scenario's zou een prima aanvulling zijn”.
- “Verschillende scenario's waarbij rekening wordt gehouden bij de cycli van de vastgoedmarkt”.

Hieruit blijkt duidelijk dat er onder de respondenten van de enquête de behoefte bestaat naar duidelijke informatievoorziening wat betreft de waardeontwikkeling van het getaxeerde object bij verschillende toekomstige economische ontwikkelingen. Wanneer er op waardepeildatum getaxeed wordt op één waarde, blijkt niets over de mogelijke veranderingen in waarde bij verschillende scenario's van economische ontwikkeling. Vooral bij gebruikers waarvan het vastgoed minder periodiek wordt gewaardeerd lijkt dit een goede aanvulling.

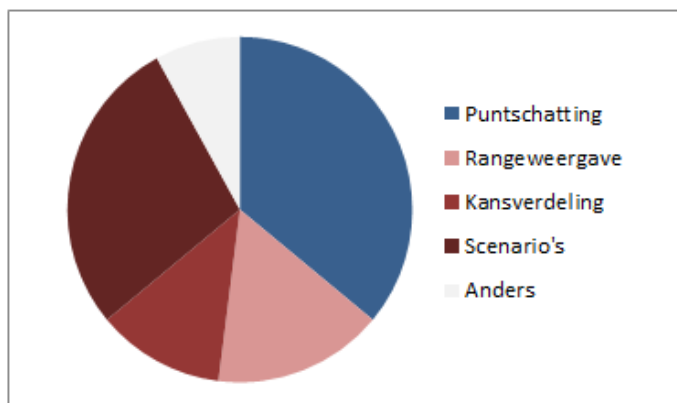
Wanneer bovenstaande in acht wordt genomen, dan bestaan er op basis van de enquêteresultaten voldoende mogelijkheden om de informatie verstrekt in een taxatierapport uit te breiden en specifieker op de eindgebruiker te richten. Om in kaart te brengen welk type gebruiker een uitgebreidere informatievoorziening behoeft, en bij welke dit minder geldt, zou nader onderzoek over dit onderwerp gewenst zijn.

5.6.4 Alternatieve presentatie waardering

Als laatste is de deelnemers de vraag voorgelegd of het uiteindelijke waardeoordeel in de vorm van een puntschatting wel voldoende is in de huidige economische situatie. Om de vraag te verhelderen is eraan voorafgaand een quote van Gerald Brown (1991) genoemd:

“In those situations where a single value can be misleading it had been suggested that a range of values might be more meaningful.”

Natuurlijk is de aanleiding van de taxatie een belangrijke factor welke van invloed is op de wijze van rapportage. Ook de achtergrond van de organisatie die de opdrachtgever is kan van belang zijn voor de eisen welke er aan de presentatie van een waardeoordeel wordt gesteld. Normaalgesproken zal er bij een institutionele belegger bijvoorbeeld, meer kennis van vastgoed en de vastgoedmarkt zijn dan bij een corporatie met een klein portefeuilleaandeel direct commercieel onroerend goed. Deze verschillende opdrachtgevers kunnen daarom vragen naar een andere manier van informatievoorziening. Op de vraag of een puntschatting voldoet in deze markt, geeft 36% van de respondenten aan dat deze prima voldoet voor de doeleinden waarvoor de taxatie binnen zijn/haar organisatie gebruikt wordt. 8% heeft via de open antwoordmogelijkheid gereageerd en de overige 56% vindt weergave van het waardeoordeel in een andere vorm dan een puntschatting een realistische aanvulling op de taxatie. Deze gekozen alternatieve vormen zijn een waardeoordeel in een kansverdeling (12%), een waardeoordeel in een range (16%) en een waardeoordeel in verschillende scenario's (28%). In onderstaande diagram een grafische weergave.



Bron: eigen onderzoek (2012)

5.7 Samengevat

Voor vele opdrachtgevers is een taxatierapport een erg belangrijke informatiebron welke veel invloed hebben op de besluitvorming binnen hun organisatie. Daarom is het van belang dat een taxatierapport voldoende informatie verschaft. Vanuit de resultaten van deze enquête bezien, is er nog veel winst te behalen in de wijze van rapporteren. Er wordt veel gevraagd naar een betere onderbouwing en een uitgebreide visie van de taxateur over de gevolgen van de crisis op hun vastgoed. Een groot deel van de respondenten gaf aan dat hierbij best afgestapt mag worden van het geven van een waarde in de vorm van één getal.

6. Conclusies en aanbevelingen

De economische crisis van de laatste jaren heeft het vakgebied van de taxateur enorm veranderd. Zoals in hoofdstuk twee beschreven ligt de tijd van beleggen met een grote leverage en speculeren op waardegroei ver achter ons. Het aantal transacties in de vastgoedwereld is flink afgenomen en de markt geeft slechts sporadisch signalen af. Omdat de belangrijkste pijler van de waardebepaling van vastgoed in vergelijkingsmateriaal ligt, neemt de *valuation uncertainty* van taxaties door het gebrek hieraan sterk toe. Voor verouderd, (deels) leegstaand vastgoed buiten de prime-market geldt dit in veel sterkere mate dan op de toplocaties in Nederland. Uit de interviews is gebleken dat hier een duidelijke segmentering te zien is.

Het traject van verkenning binnen dit onderzoek is langs een drietal databronnen verlopen. Allereerst is er gewerkt vanuit een studie van artikelen en relevante literatuur. Auteurs als Nick French en Michael Mallinson (French en Mallinson 2000) hebben geschreven over het omgaan met slecht of weinig referentiemateriaal en Geltner en Miller typeren in hun boek *Commercial Real Estate Analysis* (Geltner en Miller 2001) and *Investments de werking van het spel van vraag en aanbod in de vastgoedmarkt*. Vervolgens is er met de opgedane kennis een interviewformat opgesteld welke is doorgenomen met een vijftal taxateurs. De interviews hebben een goede, praktische indruk gegeven waar bij een waardebepaling in de huidige markt zich de knelpunten kunnen voordoen. Vanuit de literatuur en de interviews is een enquête opgesteld waarmee de mening van de gebruiker van taxatierapporten over de rapportage en onderbouwing van de waardeinschatting van de taxateur is gepeild.

In het figuur hiernaast is het verloop van het onderzoek schematisch weergegeven. Het is begonnen met een breed geformuleerde hypothese welke tijdens het onderzoekstraject getoetst en ingevuld is vanuit de drie databronnen. In de conclusies en aanbevelingen worden de bevindingen benoemd en kunnen er wellicht deuren worden geopend naar nader onderzoek waarbij hypothesen scherper geformuleerd kunnen gaan worden.



Bron: eigen onderzoek (2012)

6.1 Conclusies

6.1.1 Literatuuronderzoek

De literatuurstudie heeft een beeld gevormd over de theoretische gevolgen van een neergaande economie. Door de afnemende hoeveelheid transacties voldoet in de huidige economische situatie de markt niet aan de voorwaarden voor een goed functionerende vastgoedmarkt zoals gesteld door Geltner en Miller (Geltner en Miller 2001). Dit vindt zijn oorzaak in het gebrekkige aantal referenties wat van invloed is op de statistische \sqrt{n} -regel en de kwaliteit van de referenties. Gevolg hiervan is dat er in theorie een groter verschil is tussen de echte, niet gekende marktwaarde en de waardebepaling.

Michael Mallinson en Nick French (2000) stellen dat het zeer nuttig is om bewust te zijn van de invloeden van taxatieonzekerheid, omdat het begrip creëert bij de opdrachtgevers en het de geloofwaardigheid van het werk van taxateurs ten goede komt. Het kwantificeren van deze onzekerheden kan zeer complex of in sommige gevallen zelfs wel onmogelijk zijn, maar als startpunt is het in ieder geval noodzakelijk ze te kennen. De auteurs schrijven dat wanneer er onzekerheid bestaat over vastgoedwaarde, maar het taxatierapport één waarde geeft aan het eind, dit potentieel misleidend kan zijn en van weinig waarde voor de cliënt. Het is niet alleen belangrijk om taxatieonzekerheid te kennen, maar er ook open over te zijn op een georganiseerde en professionele wijze waar alle partijen wat aan hebben.

Een weergave van de vastgoedwaarde in een range, kansverdeling of in verschillende scenario's kan cliënten bewuster maken van het bestaan van taxatieonzekerheid. Een Monte Carlo-analyse kan dit op een heldere manier inzichtelijk maken.

6.1.2 Interviews

In de huidige markt is taxeren is veel uitdagender. Het is belangrijker om de weinige marktsignalen die er zijn volledig door te analyseren op incentives en dergelijke, om de getallen zo zuiver mogelijk maken. Omdat de grotere kantoren dichter op de transacties zitten doordat deze vaak door hun organisatie verlopen hebben zij een beter beeld van de huidige markt wat een voordeel biedt ten opzichte van kleinere, regionale kantoren. Deze leunen op voornamelijk op databases wat een vertekend beeld kan geven.

In zijn algemeenheid kan gesteld worden dat de markt voor commercieel onroerend goed de laatste jaren verschoven is van een aanbiedersmarkt naar een vragersmarkt. Voor de aanbieders is het belang van een kwalitatief goede huurder, lees; een kwalitatief goede kasstroom, voor de waarde van het vastgoed toegenomen. Voor huurders van hoge kwaliteit is een duurzaam, state of the art kantoor op een prime locatie belangrijk. Dit zijn dan ook de locaties waar waardedaling het minst zichtbaar is.

Voor de crisis werd bij een waardebepaling vaak alleen gekeken naar huurstroom en yield. Nu is er een bredere benadering nodig. Ook overlevingskansen van een object, alternatieve gebruiksmogelijkheden, grondwaarde en omgeving spelen mee bij een taxatie. Tevens worden vaker meerdere rekenmethodes gebruikt en bij grote afwijkingen gezocht naar de oorzaak hiervan.

In de rapportage van een waardeoordeel wordt maar één waarde gegeven, de marktwaarde. Weergave in een range of kansverdeling werkt niet voor een bank of accountant, bovendien

neemt de geloofwaardigheid van een taxatiekantoor af wanneer bij een transactie blijkt dat er buiten de range verkocht is. Er wordt gewerkt met de informatie die op de waardepeildatum beschikbaar is, dit kan veranderen met de marktontwikkelingen.

Het bovenstaande is opvallend te noemen gezien de bevindingen uit het literatuuronderzoek en de enquête en verdient zeker nader onderzoek. In de wijze van rapportage zoals beschreven in de gebruikte literatuur en de wensen van opdrachtgevers zijn overeenkomsten te ontdekken alleen uit de interviews is anders gebleken. Omdat er in dit onderzoek geen taxatierapporten zijn ingezien liggen hier kansen voor vervolgonderzoek.

6.1.3 Enquête en rapportage eisen

Uit de enquête is gebleken dat er behoefte is naar een andere vorm van rapporteren van het waardeoordeel in een onzekere economische omgeving als de huidige manier. Dit is gebleken uit de algemene beoordeling van taxatierapporten waarbij de rapportage in de huidige tijd een lager cijfer krijgt dan dezelfde wijze van rapporteren in tijden van economische groei. Ook is er in specifieke zin behoefte aan toelichtingen wanneer het gaat om de gevolgen van de onzekere markt voor de waarde van het vastgoed van cliënten van taxateurs en een alternatieve waardeweergave als aanvulling op de bekende rapportagevormen.

Hieruit kan voorzichtig geconcludeerd worden dat er bij grote groepen cliënten, waar misschien minder kennis heerst over de vastgoedmarkt, er als aanvulling op de gebruikelijke rapportage behoefte bestaat naar betere informatievoorziening omtrent de ontwikkeling van vastgoedwaarde in de tijd en niet zozeer op een waardepeildatum. Het merendeel van de respondenten ziet dit als een nuttige aanvulling. Omdat de enquête slechts een indruk geeft van wat er onder verschillende groepen gebruikers van taxatierapporten speelt, is het wellicht nuttig om hier, toegespitst op specifieke groepen, nader onderzoek aan te wijden.

Vanuit de eisen waar een taxatierapport aan moet voldoen die door de RICS/IVS/TMI zijn opgesteld, bestaan voldoende mogelijkheden en zelfs verplichtingen voor taxateurs om zo helder en transparant mogelijk te rapporteren over een taxatie en de bijzonderheden waar het oordeel aan onderhavig is. Gezien de mening van de respondenten in de enquête kunnen deze mogelijkheden veel beter worden benut, echter is nader onderzoek gewenst om dit nauwkeurig in kaart te brengen.

6.1.4 Antwoord op de vraagstelling

Vanuit de in het onderzoeksopzet gestelde hypothese vloeide de volgende vraagstelling waar nu een antwoord op geformuleerd zal worden:

“Voldoet de huidige wijze van rapporteren en onderbouwen van een taxatie van commercieel onroerend goed in onzekere economische omstandigheden?”

Het verkennende traject van het onderzoek heeft langzamerhand een aantal aspecten van het waardebepalen in een onzekere markt in kaart gebracht. Wanneer er in de literatuur gezocht wordt naar dit onderwerp is er weinig echt toegespitst op de situatie van de huidige crisis. Wel is er het een en ander geschreven over *valuation uncertainty*, wat volgens auteurs in een taxatie vrijwel altijd aanwezig is, en de rapportage daarvan. Het antwoord op de vraagstelling is dan ook vooral te vinden in de data voortgevloeid uit de enquête. De vraagstelling geeft al aan dat het antwoord voor een groot deel ligt bij de mening van de gebruikers van taxatierapporten. Enerzijds is er geen eenduidig antwoord op de vraagstelling te formuleren aangezien de ‘gebruikers van taxatierapporten’ geen homogene groep is en dus verschillende

eisen stellen. Voor het deel van de cliënten van taxatiekantoren welke zelf ook uitgebreide waarderingsmodellen opstellen en het marktverloop monitoren is een taxatierapport en in mindere mate essentiële informatiebron dan bijvoorbeeld een woningcorporatie of een ondernemer die een taxatie zwaar laten meewegen hun investeringsbeslissingen. Anderzijds is er op het algemene vlak van de rapportage en de onderbouwing van het waardeoordeel zeker nog winst te behalen. Ten opzichte van vóór de economische crisis is er door de respondenten een dalend oordeel afgegeven over de rapportage in het algemeen, en is er in toenemende mate behoefte aan heldere informatievoorziening omtrent de gevolgen van de huidige economie voor de waarde van hun vastgoed.

In die zin voldoet de huidige wijze van rapporteren voor vele cliënten niet, en zal er door middel van nader onderzoek naar de informatiebehoefte bij verschillende groepen duidelijk gemaakt kunnen worden op welke vlakken winst valt te behalen.

6.1.5 Deelvragen

- *Hoe gaan taxateurs bij een waardebepaling om met gebrek aan referentiemateriaal?*

Het belang van het door analyseren van de transacties die nog wél plaatsvinden is sterk toegenomen. Het is belangrijk om in een taxatiemodel geen vervuilde data te gebruiken nu de hoeveelheid data is afgenomen. Leunen op databases van transacties die onbekend kan hierbij verkeerde uitkomsten geven.

- *Is het in een onzekere markt wel mogelijk om naar een vaste waarde te taxeren?*

Taxateurs houden vast aan het afgeven van het uiteindelijke waardeoordeel in een puntschatting, één waarde. Volgens de geraadpleegde literatuur kan dit in een economische situatie als de huidige misleidend zijn en uit de enquête is gebleken dat er bij het merendeel van de respondenten behoefte bestaat aan betere informatievoorziening omtrent de waardeontwikkeling van hun vastgoed.

- *Zijn er mogelijkheden voor alternatieve waarde aanduidingen?*

Gezien de geschetste kaders van bijvoorbeeld de RICS/IVS/TMI waaraan een taxatierapport moet voldoen, is zeker ruimte voor alternatieve waardeoordelen naast een puntschatting. Een van de belangrijkste voorwaarden is dat een taxatierapport niet misleidend mag zijn. Een waardeweergave anders dan een puntschatting kan hierbij zeer nuttige informatie voor de gebruiker verschaffen.

- *Wat is de mening van gebruikers van taxatierapporten over de onderbouwing van een taxatie met een grote mate van onzekerheid?*

Het algemeen beeld vanuit de enquête is dat de onderbouwing veel beter kan, en ook moet. Nader onderzoek met meer cases en gesplitst in verschillende klantengroepen zal kunnen uitwijzen waar voor welke groep de meeste winst te behalen is.

6.2 Aanbevelingen nader onderzoek

Het doel van het onderzoek was in kaart brengen de invloed is van de slecht functionerende vastgoedmarkt op de waardebeoordeling van commercieel vastgoed. Dit is gedaan door in beeld brengen wat de visie van professionals uit het werkggebied is, om dit vervolgens te spiegelen aan de gebruikerswensen van cliënten van taxatiekantoren. De interviews hebben een goed beeld gegeven van de grote uitdaging waar taxateurs voor staan in de huidige economie, en de enquête heeft een goede indruk gegeven over de tevredenheid van de respondenten over de informatievoorziening in een taxatierapport. Voordat er in de praktijk iets mee gedaan zou kunnen worden is nader onderzoek echter aan te bevelen.

Inventariseren rapportages en onderbouwing waardeoordeel

Om inzicht te krijgen in de veranderde wijze van rapportage en onderbouwing van het waardeoordeel zou er onderzoek gedaan kunnen worden met twee verschillende typen taxatierapporten. Een aantal van voor de economische crisis en een groep recente rapportages. Dit zou gereflecteerd kunnen worden aan de kaders van bijvoorbeeld RICS/IVS/TMI en de stichting ROZ. Op deze manier kan inzichtelijk gemaakt worden wat de gevolgen van de economische crisis betekenen voor de praktische invulling van een taxatieproces en rapportage. Tijdens dit onderzoek is geprobeerd om hier al wat over te zeggen, alleen bleek het te ingewikkeld om voldoende rapportages te bemachtigen. Omdat het in een taxatierapport vaak om vertrouwelijke informatie gaat is het wellicht een optie om een dergelijk onderzoek uit te voeren in stage- of dienstverband bij een taxatiekantoor of makelaar/taxateur.

Splitsing in gebruikersgroepen taxatierapporten

Uit de enquête is gebleken dat er tussen de verschillende groepen gebruikers van taxatierapporten mogelijk verschillende wensen bestaan omtrent de informatievoorziening. Omdat het respondentenaantal te laag is om op te kunnen splitsten in groepen en daar iets valide over te zeggen, zou nader onderzoek op dit vlak nuttig kunnen zijn. Om voldoende respons per gebruikersgroep te krijgen lijkt het benaderen via een klantenbestand van een taxatiekantoor of makelaar/taxateur de beste optie. Ook een dergelijk onderzoek kan daarom het beste worden uitgevoerd in stage- of dienstverband.

6.3 Onderzoeksreflectie

De keuze om vanuit drie verschillende wegen naar hetzelfde onderwerp te kijken heeft goed uitgedaan en een goed beeld van de situatie gegeven. Maar omdat het een verkennend onderzoek is geweest, heb ik de echte diepgang gemist, al is dit door de enquête nog enigszins goedgemaakt. De belangrijkste resultaten zijn de mogelijkheden om met scherpere hypothesen vervolgonderzoek te gaan doen door middel van een uitgebreidere enquête. Achteraf had ik hier graag meer het zwaartepunt willen leggen, al was het (tijdrovende) verkennende deel voorafgaand aan het opstellen van de enquête noodzakelijk. Verrassend vind ik dat ondanks vele veranderingen op de vastgoedmarkt sinds de crisis er, zoals gebleken uit interviews en vooral enquête, nog maar weinig aandacht aan *valuation uncertainty* wordt besteed in rapportage van een taxatie. Omdat er al in de jaren '90 veel is geschreven over de onzekerheid die taxeren met zich meebrengt is dit des te opvallender. Hierbij wel de kanttekening plaatsend dat dit onderzoek alleen indirect heeft aangetoond dat er weinig aandacht is voor taxatieonzekerheid in een taxatierapport.

Literatuurlijst/bronvermelding

- Anglyn, T. (2005) "Distressed Property Valuation Issues", *The Appraisal Journal*. Spring 2005
- ANZ. (2007) *International Valuation Standards 1, 2, & 3*. ANZ Valuation and property standards
- Baarda, B. (2009) *Dit is onderzoek, handleiding voor kwantitatief en kwalitatief onderzoek*. Groningen/Houten: Noordhoff Uitgevers.
- Benson, A.M. (1993) "Appraisal Considerations in Distressed Markets", *The Appraisal Journal*, vol. 61, pp 206
- Berg, M. van den (2012) Markt omarmt TMS als nieuwe standaard. *Vastgoedmarkt*. September 2012, pp. 51
- Blauw, R. de en Wessels, T. (2011) "Domino effect door afwaardering", *PropertyNL Magazine*, nr. 5, pp. 33-36
- Brauer, E. de (2009) *Het toekomstperspectief van de vastgoedtaxateur*. Helmond, ASRE
- Byrne, P. en Cadman, D. (1984) *Risk, uncertainty, and decision-making in property development*. Londen en New York: Spon
- Bywater, N. (2011) *Reflecting uncertainty in valuations for investment purposes, a brief guide for users of valuations*. London: RICS
- CBS. (2012) "Ontwikkeling bruto binnenlands product, 1999-2015", CBS. <http://www.cbs.nl> bezocht op 16 juli 2012
- Copeland, T. Koller, T. en Murrin, J. (2003) *Waardering, het meten en managen van de waarde van ondernemingen*. Amsterdam: Uitgeverij Nieuwezijds
- Dynamis. (2012) "Spreekende cijfers, kantorenmarkten tweede kwartaal 2012 (Dynamis vastgoedconsultants en makelaars)", *Dynamis*. <http://www.dynamis.nl> bezocht op 6 september 2012.
- French, N. en Gabrielli, L. (2005) "The uncertainty of valuation", *Working papers in Real Estate & Planning*. Working paper. Reading: University of Reading
- Geltner, D. en Miller, N.G. (2001) *Commercial Real Estate Analysis and Investments*. Cincinnati: South-Western Publishing Ohio.
- Gool, P. van Brounen, D. Jager, P. en Weisz, R.M. (2007) *Onroerend goed als belegging*. Groningen/Houten: Noordhoff Uitgevers
- Gool, P. van en Rodermond, W. (2012) "Waarderen structureel leegstaande kantoren", *Real Estate Research Quarterly*, jrg. 10, nr. 4, pp. 38-44
- Have, G. ten (2002) *Taxatieleer Vastgoed*. Groningen/Houten: Wolters-Noordhoff BV

- Infoyo. (2012) "De Empirische Cyclus", *Infoyo*. <http://wetenschap.infoyo.nl> bezocht op 13 mei 2012
- IVBN. (2010) "Vastgoedwijzer 2010 jubileumuitgave", *IVBN*. <http://www.ivbn.nl> bezocht op 9 september 2012
- Jones Lang LaSalle. (2012) *On Point, Dutch Real Estate Market Bulletin 2012*. Jones Lang LaSalle IP, INC. 2012
- McAllister, P. (1995) "Valuation accuracy: a contribution to the debate", *Journal of Property Research*, vol. 12, pp 203-216
- Mallinson, M. en French, N. (2000) "Uncertainty in property valuation – The nature and relevance of uncertainty and how it might be measured and reported", *Journal of Property Investment and Finance*, vol. 18, pp 13-32
- Martysiak, G. en Wang, P. (1995) "Commercial property market prices and valuations: analysing the correspondence", *Journal of Property Research*, vol. 12, pp. 181-202
- Parker, D. (1999) "A note on valuation accuracy: an Australian case study", *Journal of Property Investment & Finance*, vol. 17:4, pp 401-411
- Phyrr, S.A. Born, W.L. Robinson, R.R. en Lucas, S.R. (1996) "Real Property valuation in a changing economy and market cycle", *Free Patents Online*. <http://www.freepatentsonline.com> bezocht op 26 augustus 2012
- RICS. (2010) *RICS taxatiestandaarden (RedBook), Nederlandse editie*. Londen: The Royal Institution of Chartered Surveyors
- RICS. (1994) *The Mallinson Report, Report of the President's Working Party on Commercial Property Valuations*. Londen: The Royal Institution of Chartered Surveyors
- Robson, C. (2002) *Real world research: A resource for social scientists and practitioner-researchers (regional surveys of the world)*. Oxford UK: Blackwell Publishers Ltd
- Tacoma, O.G. (2012) *Taxatierichtlijn Commercieel Vastgoed*. TMI/NVM
- Webb, R.B. (1994) "An analysis of properties sold from the Russel – NCREIF Index (1978-1992)", *Real Estate Finance*, vol. 11:1, pp 62-65
- Wit, R. de (2012) Kantelende markt stelt andere eisen aan taxateur. *Vastgoedmarkt*. Juni/juli 2012, pp. 56-57

Bijlage I

Interviews

Interviews

Opvolgend aan de verdieping in artikelen en literatuur zijn een vijftal interviews gehouden om te inventariseren op welke wijze de veranderende economie invloed heeft gehad op de vastgoedmarkt gezien vanuit het oogpunt van de taxateur en welke invloed dit heeft op de werkzaamheden en rapportages binnen het vakgebied van de taxateur. In deze bijlage is een korte onderbouwing weergegeven over de opzet en uitgangspunten van de gesprekken.

Geïnterviewden

- ir. S.H.C. van den Berg – Senior Consultant, Fakton Rotterdam
- J.B.H. Baars – Senior Consultant Valuation Advisory, CBRE Amsterdam
- M. Ware – Associate Director, Jones Lang LaSalle Amsterdam
- drs. G.J.H. Boeve – Partner, DTZ Zadelhoff Amsterdam
- B. Riemeijer – Riemeijer Vastgoed Consultancy, Haren

Aanleiding

De aanleiding van het interview vindt zijn oorsprong in de economische veranderingen die het gevolg zijn van de wereldwijde economische crisis. Door de afname van de activiteit op de vastgoedmarkt en de veranderende financiële branche is er veel minder, en minder relevante, marktevidence beschikbaar ten behoeve van waardebepalingen. Door middel van de interviews is in kaart gebracht hoe taxateurs hiermee omgaan.

Topiclijst verkennende interviews

- Wat zijn de grootste verschillen tussen het uitvoeren van een waardebepaling nu en voor de economische crisis?
- Hoe kan de vastgoedmarkt van voor de crisis getypeerd worden?
- Hoe kan de huidige vastgoedmarkt het beste beschreven worden?
- Hoe wordt in de huidige markt omgegaan met het verkrijgen en beoordelen van referentiemateriaal?
- Welke invloed heeft leegstand op de waardering van commercieel onroerend goed?
- Welke invloed hebben financieringsmogelijkheden op de waardeontwikkeling van vastgoed?
- Is er een verschuiving merkbaar in de gebruikte methodiek van een waardebepaling?
- Wordt er wel eens gebruik gemaakt van een andere weergave van de waarde dan een puntschatting?
- Wordt er in de rapportage wel eens gebruik gemaakt van een onzekerheidsindicatie m.b.t. de getaxeerde waarde?
- Op welke wijze heeft de crisis invloed gehad op de ontwikkeling in het vakgebied van de taxateur?
- Wat is uw mening over de initiatieven van verschillende instanties om de vastgoedmarkt in Nederland transparanter te maken?

Bijlage II

Enquête

Enquête

Er is gebruik gemaakt van een korte enquête om de mening van gebruikers van taxatierapporten over de rapportage van onzekerheid bij vastgoedwaardering te meten. Theoretisch gezien is deze door het ontstaan van de crisis, zoals in deel 2 beschreven, enorm toegenomen. Om in kaart te brengen of er volgens gebruikers van taxatierapporten voldoende aandacht wordt besteed aan het bestaan van deze taxatieonzekerheid en de wijze van verslaglegging in taxatierapporten zijn de vragen hieronder gesteld. De enquête is voorgelegd aan 162 organisaties welke met enige regelmaat een waardebeoordeling nodig hebben. Dit zijn woningcorporaties, financieringsinstellingen, institutionele beleggers, particuliere beleggers, waarbij vermeld moet worden dat de eerste groep, met 124 uitgenodigden, verreweg het grootste was. De respons in absolute aantallen bedroeg 25, wat neerkomt op een percentage van 15,4%.

Bent u werkzaam bij een corporatie, financieringsinstelling, een institutionele of particuliere belegger?

- Financieringsinstelling
- Institutionele belegger
- Particuliere belegger
- Anders

Hoeveel taxatierapporten krijgt u op jaarbasis onder ogen?

- 1-10
- 11-25
- 26-50
- 51+

Welke invloed hebben de resultaten uit deze taxatierapporten op de besluitvorming binnen uw instelling?

- Zeer veel invloed
- Veel invloed
- Een gematigde invloed
- Weinig invloed
- Vrijwel geen invloed

Wat is uw mening met betrekking tot de algemene kwaliteit van de geleverde rapportage?

- Uitstekend
- Goed
- Voldoende
- Matig
- Slecht

Wat is uw mening met betrekking tot de **tekstuele onderbouwing** van het waardeoordeel?

- Uitstekend
- Goed
- Voldoende
- Matig
- Slecht

Wat is uw mening over de rapportage van de invloed van de huidige economische situatie op het waardeoordeel?

- Uitstekend
- Goed
- Voldoende
- Matig
- Slecht

In welke mate vindt u dat de **huidige** wijze van rapportage, onderbouwing en informatievoorziening in een taxatierapport voldoet in een goed functionerende vastgoedmarkt, zoals voor de economische crisis?

0=slecht, 10=uitstekend

- 0-1-2-3-4-5-6-7-8-9-10

In welke mate vindt u dat de **huidige** wijze van rapportage, onderbouwing en informatievoorziening in een taxatierapport voldoet in de huidige vastgoedmarkt?

0=slecht, 10=uitstekend

- 0-1-2-3-4-5-6-7-8-9-10

“In those situations where a single value can be misleading it had been suggested that a range of values might be more meaningful.” Gerald Brown (1991)

Wat is uw mening over het rapporteren van het waardeoordeel als één getal in de huidige economische situatie?

- Deze voldoet prima voor de doeleinden waarvoor de taxatie binnen onze organisatie gebruikt wordt
- Door toegenomen onzekerheid over de waarde zou weergave van het waardeoordeel in een range een realistische aanvulling op de taxatie kunnen zijn
- Door toegenomen onzekerheid over de waarde zou weergave van het waardeoordeel in een kansverdeling een realistische aanvulling op de taxatie kunnen zijn
- Door toegenomen onzekerheid over de waarde zou weergave van het waardeoordeel in verschillende scenario's een realistische aanvulling op de taxatie kunnen zijn
- Anders, nl.

Wat zou u, algemeen beschouwend, graag anders/toegevoegd zien in de informatievoorziening van taxatierapporten?

- *open*

Indien u opmerkingen of suggesties heeft met betrekking tot deze enquête wil ik u vragen deze hieronder kenbaar te maken

- Opmerkingen/suggesties

De door u verstrekte gegevens zullen vertrouwelijk worden behandeld en geanonimiseerd worden gebruikt in de rapportage. Om de response te kunnen monitoren wil ik u echter vragen onderstaande gegevens in te vullen, wanneer u de enquête anoniem wilt invullen kan u deze overslaan.

- Naam
- E-mailadres
- Wenst u een overzicht van de resultaten van deze enquête? *Ja/nee*

Bijlage III

Enquête resultaten

Enquête resultaten

Bent u werkzaam bij een corporatie, financieringsinstelling, een institutio...

Woningcorporatie		15 (60 %)
Financieringsinstelling		0 (0 %)
Institutionele belegger		6 (24 %)
Particuliere belegger		4 (16 %)
Anders, nl.		0 (0 %)

n = 25
25

Hoeveel taxatierapporten krijgt u op jaarbasis onder ogen?

1-10		7 (28 %)
11-25		5 (20 %)
26-50		2 (8 %)
51+		11 (44 %)

n = 25
25

Welke invloed hebben de resultaten uit deze taxatierapporten op de besluitv...

Zeer veel invloed		7 (28 %)
Veel invloed		10 (40 %)
Een gematigde invloed		4 (16 %)
Weinig invloed		4 (16 %)
Vrijwel geen invloed		0 (0 %)

n = 25
25

Wat is uw mening met betrekking tot de algemene kwaliteit van de geleverde ...

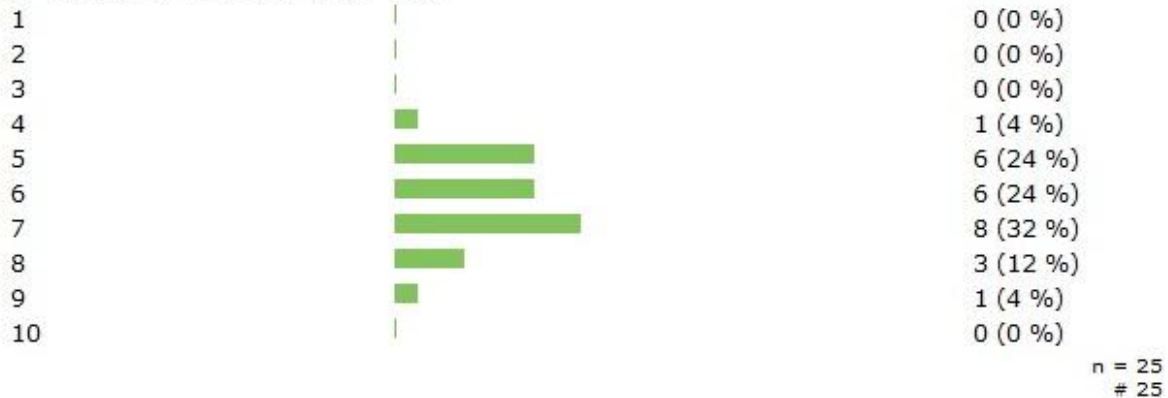
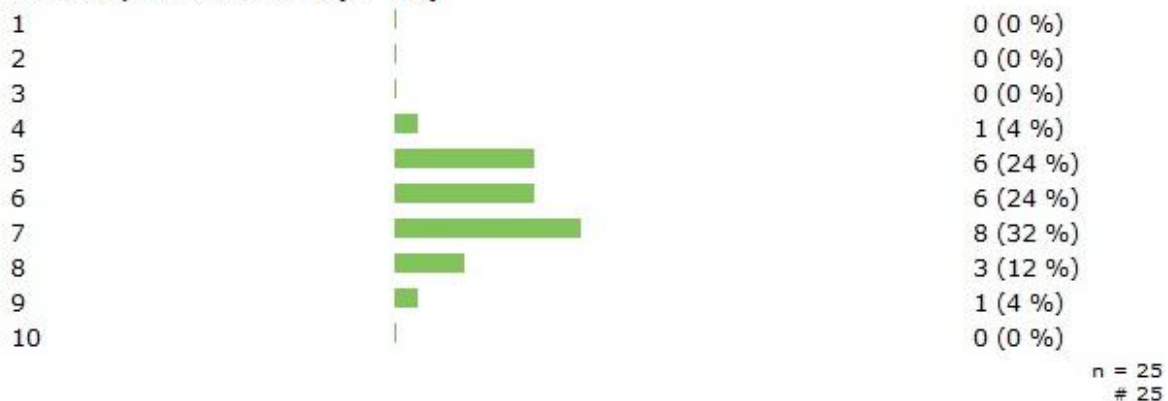
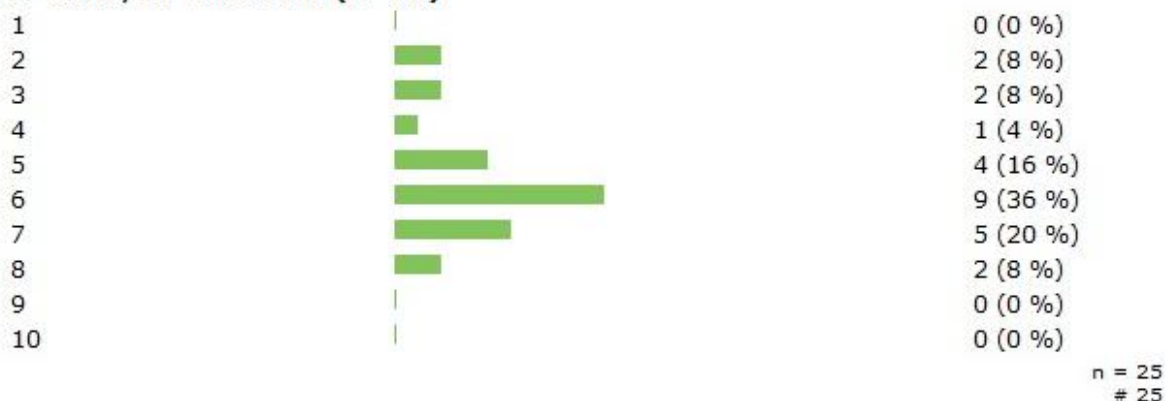
Uitstekend		0 (0 %)
Goed		11 (47.83 %)
Voldoende		9 (39.13 %)
Matig		3 (13.04 %)
Slecht		0 (0 %)

n = 23
23

Wat is uw mening met betrekking tot de tekstuele onderbouwing van het waard...

Uitstekend		0 (0 %)
Goed		6 (24 %)
Voldoende		14 (56 %)
Matig		5 (20 %)
Slecht		0 (0 %)

n = 25
25

Wat is uw mening over de rapportage van de invloed van de huidige economisc...**In welke mate vindt u dat de huidige wijze van rapportage, onderbouwing en ...**
0=slecht, 10=uitstekend (0 - 10)**In welke mate vindt u dat de huidige wijze van rapportage, onderbouwing en ...**
0=slecht, 10=uitstekend (0 - 10)**In welke mate vindt u dat de huidige wijze van rapportage, onderbouwing en ...**
0=slecht, 10=uitstekend (0 - 10)

"In those situations where a single value can be misleading it had been sug...

Deze voldoet prima voor de doeleinden waarvoor de taxatie binnen onze organisatie gebruikt wordt.	9 (36 %)
Door toegenomen onzekerheid over de waarde zou weergave van het waardeoordeel in een range een realistische aanvulling op de taxatie kunnen zijn.	4 (16 %)
Door toegenomen onzekerheid over de waarde zou weergave van het waardeoordeel in een kansverdeling een realistische aanvulling op de taxatie kunnen zijn.	3 (12 %)
Door toegenomen onzekerheid over de waarde zou weergave van het waardeoordeel in verschillende scenario's een realistische aanvulling op de taxatie kunnen zijn.	7 (28 %)
Anders, nl.	2 (8 %)

n = 25
25

↓
Explicitering: Anders, nl.

- wij beschikken over gedegen vastgoedkennis om de rapportages naar waarden te beoordelen.
- taxaties hebben altijd een bepaalde bandbreedte, de referenties dienen helder te zijn.

Wat zou u, algemeen beschouwend, graag anders/toegevoegd zien in de informatievoorziening van taxatierapporten? Open antwoorden

- Multi-tenant gebouwen dienen hoger gewaardeerd te worden (risico spreiding van huur uitval)
- Beter toegespitst op het pand. Bij gebrek aan marktinformatie andere manieren toepassen om de waarde te berekenen. zoals DCF met meerdere scenario's.
- Een mening van de taxateur, of hij het moeilijk vond een waardeoordeel te geven. Bijvoorbeeld een uniek gebouw of allemaal vertrekkende huurders.
- Een oordeel over de courantheid en de kwaliteit van de beschikbare referenties
- Onderbouwing van referenties en relatie tussen getaxeerde en de referenties kan en moet veel beter
- 1. Rekening houden met servicekosten, zodat een beter vergelijk ontstaat tussen de `totale` huisvestingslasten van huurders. 2. Beter onderbouwing voor de aannames voor onderhoudskosten.
- n.v.t.
- n.v.t.
- Een waardeoordeel in verschillende scenario's, zoals in vraag 9 genoemd, zou een prima aanvulling zijn.

- Niets, de taxateurs waarmee wij werken, werken met onze format. Algemene opmerking: wij werken met verschillende taxateurs, waarbij elke taxateur een iets andere benadering van de markt heeft, waardoor kleine verschillen in kwaliteit/toelichting/referenties ontstaan.
- Verschillende scenario's waarbij rekening wordt gehouden bij de cicly van de vastgoedmarkt.
- Een specifieke rapportage voor de corporatie zou zinvol zijn. Veel informatie is reeds bij ons bekend en derhalve overbodig. Validatie werkt hier enigszins tegen.
- De relatie WOZ waarde en verkoopwaarde
- Meer markt informatie welke relevant is voor het object.
- N.v.t.

n =15

15

Bijlage IV

Monte Carlo Analyse

Monte Carlo analyse

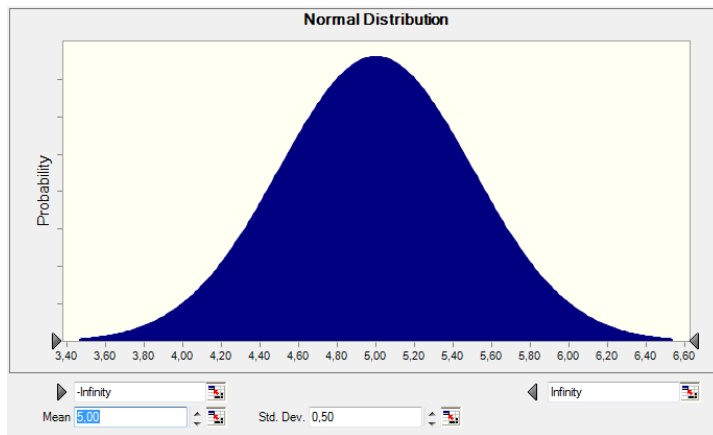
Hypothetische taxatie Monte Carlo simulatie

Wanneer een willekeurig kantoorgebouw zojuist verhuurd is voor een bedrag van € 50.000,- per jaar kan de taxateur door middel van de kapitalisatiemethode de waarde van het gebouw taxeren. De yield wordt door de taxateur vanuit de markt geschat op 5%.

Waardebepaling kantoorgebouw	
Markthuur	€ 50.000
Yield	5%
Waarde	€ 1.000.000,00

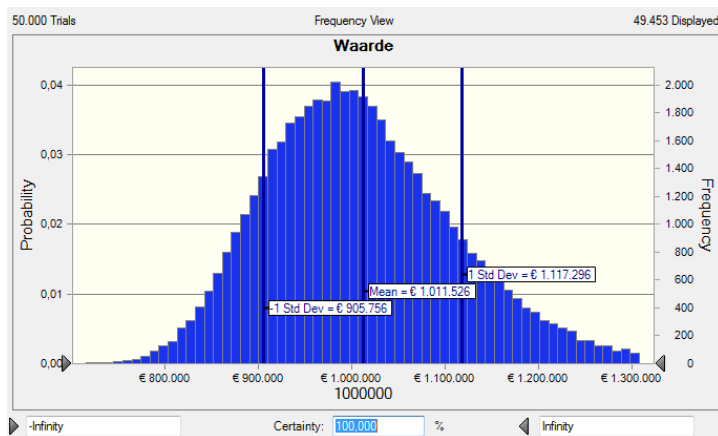
De taxateur heeft hier de yield vanuit de markt bepaald op 5% aan de hand van referentietransacties die verkocht zijn met een vergelijkbare yield. De taxateur is van mening dat de 5% past bij het risico en potentieel van het gebouw op zijn specifieke locatie in de huidige marktsituatie. Maar, zo stelt Nick French (2007), heeft de taxateur ook een idee over hoe aannemelijk het is dat de yield in de praktijk toch anders uit zou kunnen vallen. In een stabiele markt is de kans dat de yield hoger uitvalt net zo groot als de kans dat deze lager uitvalt. De mate waarin het mogelijk is dat de yield afwijkt van de door de taxateur ingeschatte yield is, zoals eerder genoemd, afhankelijk van marktcondities. Als er voldoende referenties zijn is de betrouwbaarheid van de ingeschatte yield groter dan wanneer er minder goede referenties beschikbaar zijn. Deze gedachte kan in een normale verdeling geplaatst worden. In een stabiele markt waarbij een afwijking naar boven net zo groot is als een afwijking naar beneden vindt de weergave plaats in een symmetrische normale verdeling. Wanneer er grotere onzekerheid bestaat over de gestelde yield en de kans groter is dat deze lager uitvalt kan vindt de weergave plaats in een scheve normale verdeling. De hoogste waarde in deze verdelingen is de getaxeerde waarde en de meest aannemelijke op basis van de ingeschatte markt, de spreiding binnen de verdelingen geeft de taxatieonzekerheid weer.

Wanneer in de situatie van een stabiele marktomgeving de meest aannemelijke yield voor het te taxeren kantoorgebouw 5% is, met een mogelijke standaardafwijking van 10% in beide richtingen door de onzekerheid in de markt ontstaat ziet de distributie van de yield als inputvariabele er als volgt uit:



Bron: eigen onderzoek (2012), Oracle Crystal Ball

Het betreffende gebouw is verhuurd voor € 50.000,- per jaar. In deze vereenvoudigde situatie gebruiken we dit bedrag om tot een waarde van het gebouw te komen met behulp van de yield, zoals hiervoor genoemd, welke de enige onzekere inputvariabele van het taxatiemodel is.



Bron: eigen onderzoek (2012), Oracle Crystal Ball

In het bovenstaande figuur is de getaxeerde waarde van het gebouw te zien in een frequentieverdeling. Wanneer getaxeerd was met een vaste yield van 5% zou de getaxeerde waarde € 1.000.000,- bedragen. Bij het uitvoeren van 50.000 Monte Carlo simulaties in het programma Crystal Ball⁸ met een gekwantificeerde mate van onzekerheid van 10% aan de marktyield van 5%, bedraagt de gemiddelde getaxeerde waarde € 1.011.526,- wat niet significant verschilt wanneer er met een vaste yield getaxeerd zou zijn.

⁸ Nick French, voert in *Valuation Uncertainty, Common Professional Standards and Methods (2007)*, een soortgelijke Crystal Ball analyse uit om onzekerheid te kwantificeren.

In onderstaand figuur staan de statistieken van de uitgevoerde analyse weergegeven.

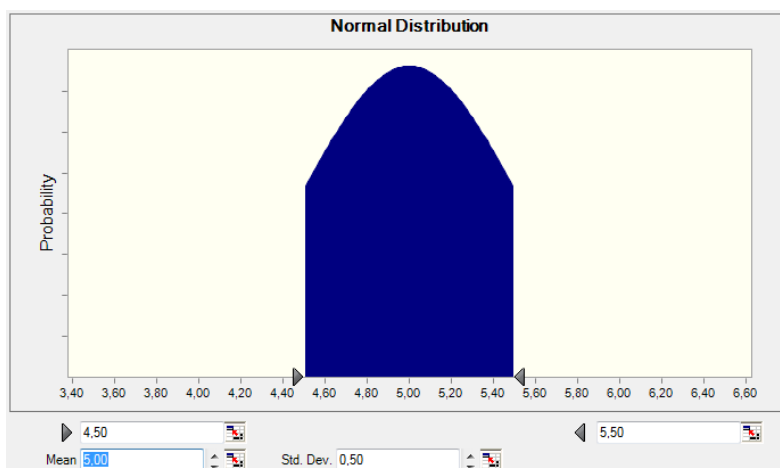
50.000 Trials	
Statistic	Forecast values
Trials	50.000
Base Case	€ 1.000.000
Mean	€ 1.011.526
Median	€ 1.000.829
Mode	---
Standard Deviation	€ 105.770
Variance	€ 11.187.287.523
Skewness	0,6872
Kurtosis	4,03
Coeff. of Variability	0,1046
Minimum	€ 698.313
Maximum	€ 1.875.044
Mean Std. Error	€ 473

Bron: eigen onderzoek (2012), Oracle Crystall Ball

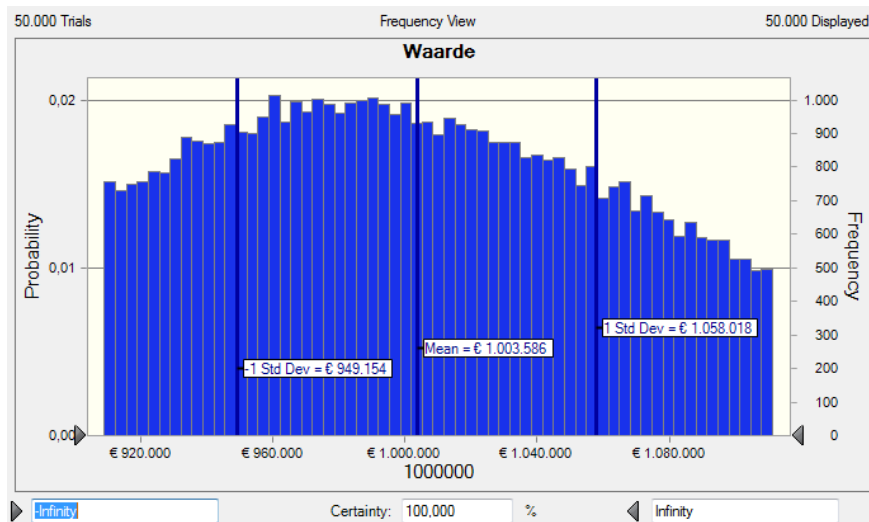
Er zijn 50.000 simulaties uitgevoerd met de jaarhuur en de distributie van de marktyield als input. De onzekerheid van 10% op het percentage van de marktyield is terug te zien in bovenstaande statistieken in de vorm van de standaarddeviatie. Dit onzekerheidspercentage is door middel van de simulatie gekwantificeerd tot een bedrag van € 105.770,-.

Beperking van onzekerheid

In bovenstaand voorbeeld wordt de analyse uitgevoerd vanuit een normale verdeling van de marktyield waarbij ook simulaties worden uitgevoerd met input die verder ligt dan één keer de standaardafwijking van 10%, er zitten bijvoorbeeld ook extreme cases in verwerkt waarbij met een yield van 3,5% wordt gerekend. Wanneer deze normale verdeling beperkt wordt tot een range van 4,5% tot 5,5% ontstaat er een beter beeld van de waarde van het kantoorgebouw en de invloed van de onzekerheid omtrent de gebruikte marktyield. De simulatie ziet er dan als volgt uit:



Bron: eigen onderzoek (2012), Oracle Crystall Ball



Bron: eigen onderzoek (2012), Oracle Crystall Ball

Nu de onzekerheid met betrekking tot de te gebruiken marktyield is beperkt ontstaat de frequentieverdeling als hierboven weergegeven. De gemiddelde waarde ligt in deze simulatie op € 1.003.586,- wat niet significant afwijkt van de situatie wanneer gerekend wordt zonder onzekerheid met betrekking tot de marktyield. In het figuur op de volgende pagina zijn de statistieken weergegeven van deze tweede simulatie. Hier is weergegeven dat wanneer de spreiding in de marktyield beperkt wordt tussen 4,5% en 5,5% de standaardafwijking, oftewel de kwantificering in valuta van marktonzekerheid, nog € 54.306,- bedraagt.

50.000 Trials	
Statistic	Forecast values
► Trials	50.000
Base Case	€ 1.000.000
Mean	€ 1.003.075
Median	€ 1.000.217
Mode	---
Standard Deviation	€ 54.306
Variance	€ 2.949.147.847
Skewness	0,1453
Kurtosis	1,97
Coeff. of Variability	0,0541
Minimum	€ 909.105
Maximum	€ 1.111.111
Mean Std. Error	€ 243

Bron: eigen onderzoek (2012), Oracle Crystall Ball

De inputvariabelen van een dergelijke simulatie kunnen uitgebreid worden door bijvoorbeeld de kosten voor leegstand, exploitatiekosten of huurinkomsten mee te nemen in een verdeling met mogelijke waarden. Wanneer de bovenstaande casus wordt uitgebreid naar een realistische situatie zou het beeld kunnen ontstaan als beschreven in onderstaande paragraaf.

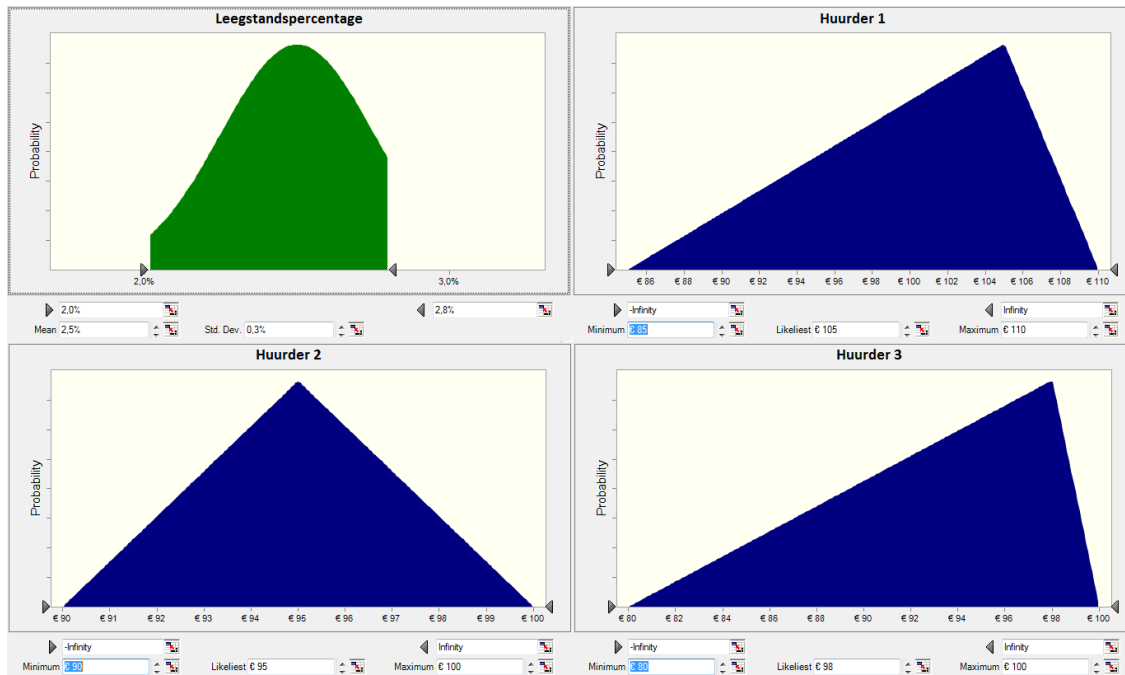
Casus taxatie BAR-methode met behulp van Crystal Ball

Het object heeft 500m² VVO en momenteel een drietal huurders. Twee daarvan hebben een aflopend contract en het is, gezien de huidige markt, vrijwel onmogelijk om de ruimtes tegen dezelfde huurprijs weer te verhuren. Toch is het een object in trek bij huurders en de verwachting is dat het na afloop van de contracten verhuurd gaat worden, zij het tegen een lagere m²-prijs. De markt geeft weinig signalen af wat betreft gebruikte BAR-percentages bij referentietransacties, deze blijft mogelijk tussen de 4,5% en de 5,5%, waarbij een percentage van 5% het meest aannemelijk is. De gemiddelde leegstand wordt bepaald op 2,5% als meest aannemelijke waarde, al zou deze gedurende de looptijd kunnen schommelen tussen de 2,0% en 2,8%. In de onderstaande tabel is de situatie weergegeven, in de groene vakken staan de meest aannemelijke waarden voor de desbetreffende kenmerken van het object. Het blauwe vlak is de waarde van het object wanneer wordt gerekend met de meest aannemelijke waarden.

Berekening onderhandse verkoopwaarde in verhuurde staat (BAR-methode)				
Object				
Peildatum	1-1-2013			
BAR	5,0%			
Leegstand	2,5%			
Huurwaarde				
Huurders	contract	oppervlak	prijs per m ²	opbrengst
Huurder 1	< 5 jaar	200 m ²	€ 105	€ 21.000
Huurder 2	10 jaar	125 m ²	€ 95	€ 11.875
Huurder 3	< 5 jaar	175 m ²	€ 98	€ 17.150
Totale huuroopbrengst				€ 50.025
Correctie leegstand 2,5%				€ 48.774
Kapitalisatie				
huurwaarde				€ 50.025
BAR				5,0%
Onderhandse waarde v.o.n.				€ 1.000.500

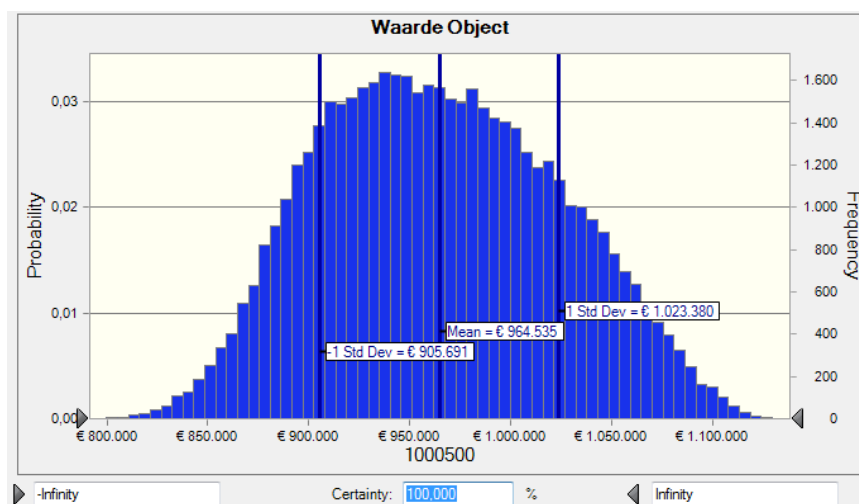
Bron: eigen onderzoek (2012)

De spreiding in onzekerheid wat betreft de input voor het model, de groene vlakken, is verdeeld zoals weergegeven in het figuur op de volgende pagina. Doordat de economische situatie nu minder is dan bij aanvang van de huurcontracten van de huurders 1 en 3, ligt de verwachte huuroopbrengst bij een nieuw contract een stuk lager. De spreiding van de verwachte verhuurprijzen is weergegeven in een triangelvormige distributie. Door de verwachte lagere huurprijzen in de toekomst neigt de staart van de distributies van huurder 1 en huurder 3 naar lagere waarden. Op de volgende pagina is tevens de verwachte waarde van het object weergegeven na 50.000 simulaties met behulp van Crystal Ball.



Bron: eigen onderzoek (2012), Oracle Crystal Ball

De getaxeerde waarde van het object wordt door middel van de bovenstaande input en de onzekerheid door de simulatie gesteld op € 964.535,-. Dit ligt onder het getaxeerde bedrag dan wanneer wordt uitgegaan van de meest aannemelijke inputwaarden. De neiging naar een lager bedrag bij de huurwaarden van huurder 1 en huurder 2, alsmede door aannemelijkere afwijking naar beneden dan naar boven bij het leegstandpercentage hebben een negatieve invloed gehad op de waarde van het object.



Bron: eigen onderzoek (2012), Oracle Crystal Ball

Voorals in een markt waarin weinig transacties plaatsvinden kan een dergelijke simulatie een beter inzicht geven wat betreft de invloeden van onzekerheid zijn op de waarde van vastgoed. Natuurlijk blijft de kennis en kunde van een taxateur de meest belangrijke variabele en kan deze nooit worden vervangen door een statistische simulatie.