Hetwaarderingshandboek voor woningcorporaties nader beschouwd

Kalverla, M (Michele)

Masterscriptie
MSRE
Amsterdam School of Real Estate

Opgesteld door:
M.S. (Michele) Kalverla
m_kalverla@hotmail.com

Begeleiders:
M. Paelinck

Voorwoord

Deze scriptie is het laatste onderdeel van mijn opleiding Master Science Real Estate (MSRE) aan de Amsterdam School of Real Estate (ASRE) te Amsterdam. Met veel plezier kijk ik terug naar de afgelopen 2,5 jaar, waarin ik veel heb geleerd tijdens de modules en een leuke tijd heb gehad. Voornamelijk de afwisseling tussen de theorie en de praktijkopdrachten heb ik als zeer prettig ervaren.

In dit voorwoord wil ik graag mijn speciale dank uitspreken aan een aantal mensen die hebben geholpen om deze scriptie tot stand te brengen. Allereerst mijn scriptiebegeleidster Mieke Paelinck. Mieke, bedankt voor je verhelderende inzichten en opbouwende en waardevolle input. Daarnaast wil ik de geïnterviewde taxateurs bedanken voor hun tijd en openheid. Ik heb hun medewerking zeer op prijs gesteld.

Mijn meeste dank gaat uit naar mijn vriendin Claudia. De weekenden van het afgelopen half jaar stonden voornamelijk in het teken van mijn scriptie. Behalve de beperkte tijd die ik voor haar had, heeft ze me ook vooral door deze periode heen geholpen door kritisch mee te lezen en alles positief te benaderen. Zonder haar had ik nooit tot dit resultaat kunnen komen.

Veel leesplezier!

Michele Kalverla
Augustus 2016

Managementsamenvatting

Op 17 maart 2015, heeft de Eerste Kamer ingestemd met de nieuwe Woningwet. Onderdeel van deze wet is dat woningcorporaties het vastgoed dat ze in exploitatie hebben in de jaarrekening moeten taxeren tegen de actuele waarde, of wel de marktwaarde.

Het waarderingshandboek is opgesteld om corporaties te helpen over te gaan tot dit nieuwe waarderingsstelsel. In het waarderingshandboek wordt onderscheid gemaakt tussen de basis versie en de full versie. In de basis versie kan niet worden afgeweken van de voorgeschreven parameters terwijl dit in de full versie, met tussenkomst van een externe taxateur, wel mag.

In dit verkennend onderzoek wordt onderzocht in hoeverre de richtlijnen en de benadering om te komen tot de marktwaarde, zoals is bedoeld in de Woningwet, daadwerkelijk aansluiten bij de marktwaardefinitie van de IVS zoals die in de taxatieleer wordt gehanteerd. De centrale vraagstelling van dit onderzoek luidt dan ook:

> *"In hoeverre komen taxaties van woningcomplexen op basis van de basis versie van het waarderingshandboek overeen met taxaties van woningcomplexen op marktwaarde conform de definitie van de IVS?"*

Om antwoord te krijgen op de hoofdvraag is een kwalitatief verkennend onderzoek uitgevoerd conform de TPA-structuur, waarbij drie deelvragen als richtlijn hebben gediend.

Allereest is onderzocht, welke voor- en nadelen woningcorporaties hebben wanneer zij overgaan op het begrip marktwaarde. Het hanteren van de marktwaardefinitie, heeft een aantal voor- en nadelen. De voordelen wegen zwaarder doordat deze meer aansluiten bij de doelstelling van de nieuwe Woningwet; het vergroten van transparantie, uniformiteit en vergelijkbaarheid in de corporatiesector. De voornaamste voordelen zijn dat het hanteren van het waardebegrip marktwaarde bijdraagt aan de professionaliseringsslag die plaatsvindt in de taxaties voor woningcorporaties, het vergroot de uniformiteit en vergelijkbaarheid van taxaties en het voorkomt verwarring over het gehanteerde waardebegrip.

De taxaties conform het waarderingshandboek zijn door middel van literatuuronderzoek vergeleken met de theorie. Hieruit blijkt, dat het waarderingshandboek niet volledig voldoet aan de grondslagen van de definitie marktwaarde, er wordt geen rekening gehouden met optimale aanwending en zijn er meerdere marktwaardes mogelijk. Daarnaast blijkt dat de totstandkoming van de parameters niet overeenkomt met de parameters zoals deze worden beschreven in de theorie.

Door middel van een casestudie uit de praktijk is getoetst of er een daadwerkelijk verschil is, zoals in het waarderingshandboek staat omschreven, tussen de basis en de full versie. Uit deze casestudie blijkt dat voornamelijk op objectniveau de verschillen in waarden significant zijn.

De resultaten uit de literatuur- en casestudie zijn voorgelegd aan de praktijk door middel van expertinterviews. Hieruit kan worden geconcludeerd, dat de taxaties conform het waarderingshandboek niet overeenkomen met taxaties voor de commerciële sector.

De belangrijkste oorzaken hiervoor zijn dat de marktwaarde tot stand komt door middel van generieke parameters, de marktwaarde modelmatig benaderd wordt terwijl dit door de heterogeniteit van vastgoed lastig is en omdat er geen rekening gehouden met de optimale aanwending van het vastgoedobject. Dit omdat er bij de basis versie geen onderzoek wordt gedaan naar de gebruiksmogelijkheden van het vastgoedobject. Daarnaast biedt een modelmatige taxatie niet de mogelijkheid om de uitkomsten comparatief te toetsen aan de markt.

Op basis van de deelconclusies, kan als conclusie op de onderzoeksvraag worden gesteld dat taxaties conform de basis versie van het waarderingshandboek slechts in beperkte mate overeenkomen met marktwaardetaxaties conform de IVS. Het waarderingshandboek tracht te komen tot een marktwaarde, echter kan niet geheel worden voldaan aan het waardebegrip marktwaarde conform de IVS
De kwaliteit bij een modelmatige taxatie is afhankelijk van kwaliteit van inputparameters. Bij taxaties conform het waarderingshandboek, is er sprake van inconsistenties in de totstandkoming van de parameters en wordt voorbijgegaan aan sommige grondslagen van het waardebegrip marktwaarde.

Omdat het waarderingshandboek een eerste stap is in de verdere professionalisering van de taxaties in de woningcorporatiesector, worden een aantal aanbevelingen gedaan:

- Het begrip marktwaarde in de basis versie van het waarderingshandboek vervangen voor een andere definitie om verwarring in de markt te voorkomen, of overgaan op full versie taxaties;
- Vervolgonderzoek naar de kwantitatieve onderbouwing van de inputparameters;
- Onderzoeksplicht voor corporaties naar optimale aanwendbaarheid.

1 INLEIDING 7

1.1 AANLEIDING 7
1.2 DOELSTELLING 7
1.3 CENTRALE VRAAG 8
1.4 DEELVRAGEN 8
1.5 ONDERZOEKSSTRATEGIE 8
1.6 RELEVANTIE ONDERWERP 10
1.7 AFBAKENING 10
1.8 LEESWIJZER 10

2 WAAROM MARKTWAARDE 12

2.1 INLEIDING 12
2.2 WAARDETHEORIE 12
2.3 WAARDE EN PRIJS 15
2.4 WAARDEDEFINITIES 15
2.5 TAXATIESTANDAARDEN EN -RICHTLIJNEN 17
2.5.1 NRVT 18
2.5.2 THE ROYAL INSTITUTION OF CHARTERED SURVEYORS (RICS) 18
2.5.3 TAXATIERICHTLIJNEN 19
2.6 TAXATIES 19
2.7 CONCLUSIE 20

3 WONINGCORPORATIES EN MARKTWAARDE 22

3.1 INLEIDING 22
3.2 WONINGCORPORATIES 22
3.3 HET HUIDIGE STELSEL 23
3.4 HET NIEUWE STELSEL 25
3.5 VOORDELEN EN NADELEN VAN TAXEREN OP MARKTWAARDE 26
3.5.1 VOORDELEN 26
3.5.2 NADELEN 27
3.6 CONCLUSIE 29

4 HANDBOEK MODELMATIG WAARDEREN MARKTWAARDE 30

4.1 INLEIDING 30
4.2 TAXATIESTANDAARDEN 30
4.2.1 DE THEORIE 30
4.3 TAXATIEMETHODIEK 32
4.3.1 DE THEORIE 32
4.3.2 HET WAARDERINGSHANDBOEK 33
4.3.3 VERGELIJKING 33
4.4 PARAMETERS 34
4.4.1 LEEGWAARDE 35
4.4.2 MARKTHUUR VAN WONINGEN 37
4.4.3 MUTATIEKANS 38
4.4.4 DISCONTERINGSVOET 38
4.4.5 EINDWAARDE 40
4.5 CONCLUSIE 43

5 CASESTUDIE 45

5.1 **INLEIDING 45**
5.2 KENMERKEN 45
5.3 METHODIEK 45

5.4 RESULTATEN **46**
5.5 CONCLUSIE **47**

6 EXPERTINTERVIEWS **48**

6.1 INLEIDING **48**
6.2 UITKOMSTEN INTERVIEWS TAXATEURS **49**
6.2.1 WAARDEBEGRIP 49
6.2.2 BASIS EN FULL VERSIE 50
6.2.3 METHODIEK 50
6.2.4 MODELMATIG TAXEREN 50
6.2.5 OPTIMALE AANWENDING 51
6.2.6 EINDWAARDE 51
6.2.7 LEEGWAARDE 51
6.2.8 MARKTHUUR 52
6.2.9 MUTATIEKANS 53
6.2.10 DISCONTERINGSVOET 53
6.3 CONCLUSIE INTERVIEW EXPERTGROEP TAXATEURS **54**

7 CONCLUSIE EN AANBEVELINGEN **59**

7.1 INLEIDING **59**
7.2 BEANTWOORDING CENTRALE ONDERZOEKSVRAAG **59**
7.3 AANBEVELINGEN **61**
7.4 REFLECTIE **62**

8 BIBLIOGRAFIE **64**

BIJLAGE 1: EXPERTINTERVIEWS **67**

1 Inleiding

1.1 Aanleiding

De Eerste Kamer heeft op 17 maart 2015 ingestemd met de Herzieningswet Toegelaten Instellingen Volkshuisvesting, als onderdeel van de Woningwet. Dit wetsvoorstel beoogt het functioneren van woningcorporaties als onderneming met een maatschappelijke taak te verbeteren (Eerste Kamer, 2015).

Onderdeel van deze wet is dat woningcorporaties het vastgoed dat ze in exploitatie hebben in de jaarrekening moeten taxeren tegen de actuele waarde (art. 35 lid 2 woningwet). Uit de nota van toelichting blijkt dat het gaat om de marktwaarde.

Voor de marktwaarde is gekozen omdat dit de uniformering van de waarderingsgrondslag verbetert, evenals de onderlinge vergelijkbaarheid van onder meer de vermogensposities (Conijn, 2015). Dit past bij de wens van minister Blok om de professionalisering van de vastgoedsturing door woningcorporaties verder te verbeteren (Centraal Fonds Volkshuisvesting, 2014). Als gevolg hiervan moeten de cijfers van woningcorporaties onderling, en in relatie tot die van beleggers, te vergelijken zijn.

Het kader op basis waarvan een woningcorporatie hun vastgoed moet taxeren voor de jaarrekening is duidelijk omschreven in de nieuwe Woningwet. Om de uniformiteit en de vergelijkbaarheid te waarborgen is er op verzoek van de Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV) een handboek opgesteld. Dit handboek schrijft het taxatieproces en de te hanteren uitgangspunten in de taxatie voor (Ortec Finance, 2015).

De vraag die hierbij gesteld dient te worden is of de “marktwaarde” die gebaseerd is op de voorgeschreven modellen, processen, parameters en regelgeving aansluit op de markt. Oftewel, is dit de marktwaarde conform de definities van de Internationale Valuation Standards (IVS) en de European Valuation Standards (EVS). Dit is van belang omdat anders de beoogde uniformiteit en vergelijkbaarheid met beleggers niet mogelijk is. In de praktijk wordt vaak aangegeven dat het waarderingsboek niet goed aansluit op de markt en dat de marktwaarde niet aansluit bij de definities zoals deze worden gehanteerd door de IVS en/of EVS. Echter, in de literatuur is nog weinig bekend over het waarderingshandboek en de vergelijkbaarheid met de taxaties ten behoeve van commerciële partijen. Omdat op dit moment in de bestaande literatuur het nog ontbreekt aan voldoende verdiepend onderzoek, wordt door middel van deze scriptie getracht om hier een eerste aanzet voor te geven.

1.2 Doelstelling

De doelstelling van dit onderzoek is het geven van inzicht in hoeverre de marktwaarde taxaties conform het waarderingshandboek overeenkomen met de hedendaagse praktijk en de taxatieleer. De praktijk, voornamelijk bij (institutionele) beleggers, zal nader bestudeerd moeten worden omdat zij al vele jaren ervaring hebben met taxaties van woningcomplexen. Hierbij worden inhoudelijke discussies gevoerd tussen taxateurs en beleggers over de taxatiestandaarden, methodiek en parameters. De uiteindelijke toets wordt uitgevoerd door de accountant, terwijl de echte toets plaats vindt bij een mogelijke transactie van het complex.

Alleen dan is het mogelijk, indien het complex wordt verkocht onder de acht assumpties van marktwaarde, om de taxatie te toetsen aan de markt. Op basis hiervan vindt er een wisselwerking plaats tussen taxaties en transacties.

Alvorens dit te kunnen toetsen is het belangrijk dat het waarderinghandboek qua taxatiestandaard, methodiek en de benadering van de parameters aansluit op de markt. Alleen dan is het mogelijk de doelstelling van het waarderingshandboek (vastgoedsturing en vergelijking) te realiseren, anders leidt de waardering enkel tot een waarde voor de jaarrekening en wordt er voorbijgegaan aan het oorspronkelijk doel van het waarderingshandboek.

1.3 Centrale vraag

Om de doelstelling van deze scriptie te kunnen bereiken dient de volgende centrale vraag beantwoord te worden:

> *"In hoeverre komen taxaties van woningcomplexen op basis van de basis versie van het waarderingshandboek overeen met taxaties van woningcomplexen op marktwaarde conform de definitie van de IVS?"*

1.4 Deelvragen

Om de centrale vraag te kunnen beantwoorden en de doelstelling te bereiken zijn er drietal deelvragen geformuleerd. De geformuleerde deelvragen hebben betrekking op de theorie en op de praktijk van de taxatieleer ten opzichte van het waarderingshandboek.

- Wat zijn de voor- en nadelen voor woningcorporaties wanneer zij over moeten gaan op het waardebegrip marktwaarde?

- Sluit het waarderingshandboek aan bij de taxatieleer die in de hedendaagse praktijk wordt gebruikt?

- Komen taxaties conform het waarderingshandboek overeen met taxaties voor de commerciële sector?

1.5 Onderzoeksstrategie

Om de centrale vraag te kunnen beantwoorden is er gekozen voor een verkennend onderzoek (Baarda, 2014). Als structuur voor dit onderzoek is de zogenaamde TPA-structuur aangehouden; Theorie, Praktijk en Analyse. Eerst is er een theoretische studie uitgevoerd, om deze vervolgens te operationaliseren naar concrete verschillen en overeenkomsten tussen het waarderingshandboek en de taxatieleer. Vervolgens wordt in een casestudy getoetst of een daadwerkelijk verschil optreedt bij een taxatie op basis van de basis versie en de full versie.
In het laatste gedeelte van dit onderzoek worden de resultaten uit het theoretische gedeelte en het praktijk gedeelte op elkaar gereflecteerd en geanalyseerd, om vervolgens af te sluiten met een conclusie.

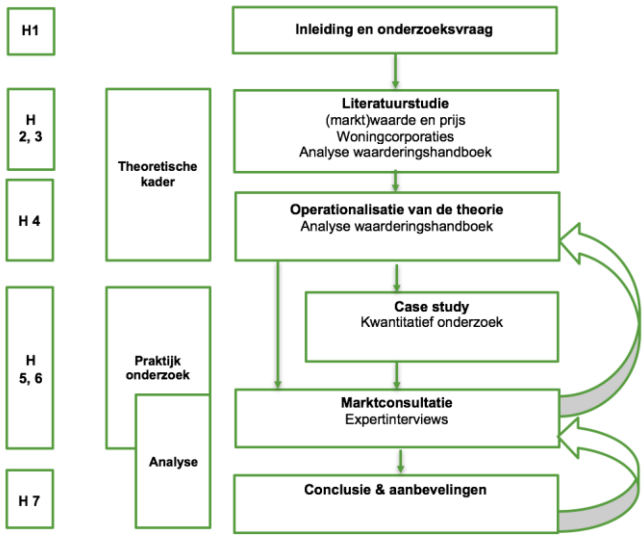
Onderstaand wordt ieder type nader toegelicht:

Literatuurstudie
In de literatuurstudie, wordt beschrijvend onderzoek gedaan naar het theoretisch kader van de scriptie. Er wordt gekeken naar de totstandkoming van het waardebegrip en de daarbij horende waardedefinities, de huidige taxatiestandaarden en –richtlijnen, de voor- en nadelen van taxeren op marktwaarde voor corporaties en tot slot geeft de literatuurstudie een analyse van het waarderingshandboek en de parameters die in het waarderingshandboek zijn beschreven en worden vastgesteld.

Casestudy
Het kwantitatieve gedeelte van de scriptie bestaat uit een casestudy, waarin het verschil inzichtelijk wordt gemaakt tussen een taxatie op basis van het waarderingshandboek (basis versie) en op basis van een marktwaardetaxatie conform definitie van de IVS. Met de resultaten uit de casestudy, kunnen de conclusies uit het literatuuronderzoek worden gevalideerd.

Expertinterviews
De conclusie uit de literatuurstudie en de casestudy, worden vergeleken met de uitkomsten van vijf expertinterviews. De interviews zijn gehouden met taxateurs die allemaal ruim ervaring hebben met het taxeren van verhuurde woningcomplexen. Er is specifiek gekozen voor de taxateurs, omdat zij dagelijks werken met de marktwaarde en zij vanuit hun kennis en expertise het best in staat zijn te beoordelen of het taxeren conform het waarderingshandboek overeenkomt met de marktwaardetaxaties conform de IVS.
In de interviews zijn voornamelijk vragen gesteld die betrekking hebben op de (vastgestelde) parameters in het waarderingshandboek en de vergelijking met de marktwaardetaxaties conform IVS.

Bij het schrijven van dit onderzoek is de TPA-structuur aangehouden. In onderstaande figuur is deze structuur weergegeven door middel van een onderzoeksopzet.



Figuur 1: onderzoeksopzet

1.6 Relevantie onderwerp

Het onderzoek heeft een maatschappelijke relevantie omdat de uitkomsten van het waarderingshandboek van strategisch belang zijn voor woningcorporaties. Op basis van de uitkomsten van taxaties kunnen woningcorporaties sturen op hun vastgoedstrategie, zoals de sociale woningvoorraad. Indien de uitkomsten van het taxeren op basis van het waarderingshandboek worden gebruikt voor verkoopbeslissingen is het mogelijk dat maatschappelijk geld verloren gaat, indien de uitkomsten van het waarderingshandboek niet marktconform blijken te zijn. Onnauwkeurige waarden kunnen effect hebben op de investeringen en brengen extra risico's met zich mee. Dit onderzoek geeft inzicht in de verschillende waarde definities, de toepasbaarheid van het waarderingshandboek, de mogelijke vergelijking met de commerciële sector waardoor door woningcorporaties onderbouwde beslissingen genomen kunnen worden. Tot slot wordt getracht aan te geven of taxaties op basis van het waarderingshandboek marktconform zijn, of op welke manier hiermee omgegaan zou kunnen worden zodat dit in de toekomst alsnog het geval is.

De wetenschappelijke relevantie van dit onderzoek betreft een aanvulling op de literatuur en hetgeen dat nu bekend is over het onderwerp.

1.7 Afbakening

Deze scriptie kent een aantal beperkingen. Vanwege de actualiteit van het onderzoek is als vertrekpunt het waarderingshandboek, zoals die is opgenomen in de regeling toegelaten instellingen volkshuisvesting 2015 d.d. 3 december 2015, aangehouden. In het onderzoek is geen rekening gehouden met actualisaties die na deze datum hebben plaatsgevonden.

Dit onderzoek richt zich specifiek op één deelsector van de vastgoedmarkt, namelijk die van de verhuurde woningcomplexen in Nederland. De overige deelmarkten, bedrijf onroerend goed, maatschappelijk onroerend goed en zorgvastgoed, zijn in dit onderzoek buiten beschouwing gelaten.

Bij het taxeren conform het waarderingshandboek heeft de woningcorporatie de keuze tussen twee mogelijkheden; de basis versie en de full versie. Dit onderzoek heeft alleen betrekking op de basis versie, om zo een goede vergelijking mogelijk te maken tussen het waarderingshandboek en de taxatiepraktijk.

In deze scriptie is ervoor gekozen om de hoofd- en deelvragen te benaderen vanuit de invalshoek van een taxateur. Hiervoor is gekozen omdat de taxateur op basis van zijn werkzaamheden een goede vergelijking kan maken tussen taxaties voor de commerciële sector en het waarderingshandboek. Tevens is de taxateur goed bekend met het waardebegrip marktwaarde conform de IVS.

1.8 Leeswijzer

Het eerste gedeelte van dit onderzoek betreft voornamelijk een verkennende fase en is er vooral op gericht om het onderzoeksprobleem beter te leren begrijpen. Dit betreft hoofdstuk twee. In hoofdstuk drie wordt ingegaan op de voor- en nadelen van het taxeren op

marktwaarde. Dit hoofdstuk wordt afgesloten door een antwoord te geven op de eerste deelvraag . In hoofdstuk vier wordt verder ingegaan op het waarderingshandboek. Hierbij wordt het waarderingshandboek op basis van een theoretisch onderzoek geanalyseerd met hetgeen dat in de literatuur bekend is. Dit hoofdstuk wordt afgesloten met het beantwoorden van de tweede deelvraag. Op basis van het TPA-structuur betreft het vierde hoofdstuk het laatste theoretische gedeelte.

Het tweede gedeelte van dit onderzoek (hoofdstuk vijf en zes) betreft het praktijkgedeelte. In hoofdstuk vijf wordt door middel van een casestudy uit de praktijk geanalyseerd of er een verschil is tussen taxeren op basis van de basis versie en de full versie. In hoofdstuk zes worden de overeenkomsten en verschillen getoetst aan de markt door middel van expertinterviews.

Het derde gedeelte van de scriptie betreft een analyse van de uitkomsten uit de analysefase en de toetsende fase. Op basis hiervan kan een conclusie worden getrokken die antwoord kan geven op de centrale vraagstelling in deze scriptie.

2 Waarom marktwaarde

2.1 Inleiding

In het eerste deel van dit hoofdstuk wordt beschreven wat het verschil is tussen waarde en prijs en de daarbij horende waardedefinities. Vervolgens wordt in het kort omschreven wat de belangrijkste taxatiestandaarden en -richtlijnen zijn. Het doel van dit hoofdstuk is om de eerste deelvraag beter te leren begrijpen. Alvorens wordt ingegaan op de voor- en nadelen van de verschillende waardebegrippen is het goed om het ontstaan van het waardebegrip marktwaarde nader te duiden. Een taxateur redeneert vanuit de waardetheorie waarbij rekening dient te worden gehouden met de taxatiestandaarden en taxatierichtlijnen. Hierbij geven de waardetheorie en de taxatiestandaarden een denkrichting, terwijl de taxatierichtlijnen meer concreet zijn en minder vrijheid bieden.

2.2 Waardetheorie

Uit literatuuronderzoek blijkt dat al decennialang discussie is over het concept ‘waarde’ en het nut ervan. Tot op de dag van vandaag wordt er gediscussieerd over de definitie van het waardebegrip en de te hanteren waarderingsmethodieken. De begrippen waarde en prijs zijn onderdeel van de economie, een deelwetenschap die zich heeft afgesplitst van de filosofie.

Economie ontstond als zelfstandige wetenschap in de tweede helft van de achttiende eeuw. De eerste stroming in deze deelwetenschap betrof de zogenaamde evenwichtstheorie, onderdeel van de klassieke economie. De grondlegger van deze stroming was Adam Smith. In de evenwichtstheorie ging Smith ervan uit dat de ordening van economische activiteiten tot stand komt door marktprijsvorming. De (evenwichts)prijs komt, in een vrije en ongereguleerde markt, tot stand waar vraag en aanbod bij elkaar komen (Ten Have, 2002).

De klassieke economie is langzaam geëvolueerd naar het neoklassieke denken. Deze stroming is gebaseerd op het gedachtengoed van Adam Smith, maar met de toevoeging dat het handelen van mensen gericht is op de maximale bevrediging van de behoeften. Daarnaast zijn middelen door schaarste maar beperkt aanwendbaar voor verschillende gebruiksmogelijkheden (Marquard & Van der Post, 2015). Op basis hiervan kwam de econoom Gossen met de marginale analyse, de wet van het afnemende grensnut of marginaal nut (De eerste wet van Gossen).

> *“De wet van het afnemende grensnut volgende uit de zienswijze dat bij het consumeren van achtereenvolgende eenheden van eenzelfde goed ieder volgende eenheid lager nut heeft voor de betrokken consument, omdat zij een minder dringende behoefte bevredigt.”* (Ten Have, Taxatieleer 1, 2002, p. 23).

Het belangrijkste verschil tussen de klassieke economie en neoklassieke economie is dat de klassieke economie uitgaat van objectieve factoren en de neoklassieke economie van subjectieve factoren. Deze subjectivistische waardeleer kreeg vooral aanhangers vanuit de Oostenrijkse school.

Tegenhanger van het neoklassieke denken was onder andere Keynes. Hij had kritiek op de evenwichtstheorie vanwege de assumptie dat het optimale evenwicht vanzelf wordt bereikt, door onder andere de werking van prijsmechanisme.

Vrije marktwerking kan leiden tot een grotere kloof tussen arm en rijk, irrationeel gedrag en bepaalde machtposities. Volgens de tegenhangers van het neoklassiek denken (onder andere Keynes) moet de overheid een sturende rol hebben in de economie om tot economisch evenwicht te komen. (Marquard & Van der Post, Basissyllabus Module 1: Inleiding Marktanalyse, 2015).

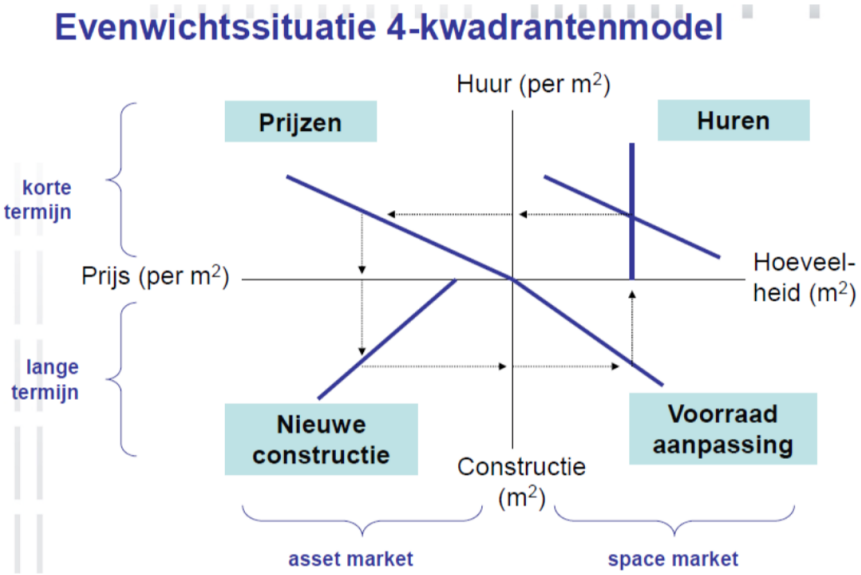
Vooral bij vastgoed komt de evenwichtsprijs niet altijd automatisch tot stand. De assumpties, zoals hierboven omschreven, zijn niet altijd van toepassing bij vastgoed (Van Gool, Jager, Theebe, & Weisz, 2013), omdat:

- Vastgoed is een heterogeen goed;
- Er is geen sprake van volledige informatie en mededinging;
- Vastgoed is prijsinelastisch en niet snel reproduceerbaar.

De theorie van Keynes en het inzicht dat zowel de markt als overheidsingrijpen kan falen, heeft geleid tot de neo institutionele theorie (NIE). Eén van de grondleggers van deze theorie is Coase. De theorie stelt het gehele economische systeem centraal met als uitgangspunt dat actoren beperkingen ondervinden, bijvoorbeeld doordat zij niet volledig zijn geïnformeerd. Het falen van markt en overheid vormt in de neo institutionele theorie aanleiding voor het bestaan van instituties ten behoeve van het structuren van de markt. Instituties zijn in dit geval door North (1990) breed geconceptualiseerd, als zijnde structuren in de vorm van regels, rechten, gewoonten, cognities en sociale normen die het economisch, sociale en politiek-bestuurlijke handelen van individuen en organisaties beïnvloeden (Marquard & Van der Post, Basissyllabus Module 1: Inleiding Marktanalyse, 2015).

De genoemde economische stromingen beschrijven het economisch denken voor de gehele economie. Echter, is deze macro-markt onderverdeeld in verscheidene deelmarkten waarvan de vastgoedmarkt één is.

Het vierkwadrantenmodel, ontwikkeld door DiPasquale en Wheaton en Fischer, beschrijft de werking van de vastgoedmarkt. Het model bestaat uit vier kwadranten die het mogelijk maken te voorspellen hoe de vastgoedmarkt reageert op exogene schokken. De vier kwadranten in het model representeren de beleggersmarkt, de huurmarkt, de ontwikkelmarkt en het vierde kwadrant. Het vierde kwadrant geeft de aanpassing van de hoeveelheid weer (Van Gool, Jager, Theebe, & Weisz, 2013, pp. 51 - 55). Het eerste en tweede kwadrant weergeven de invloed van exogene schokken op korte termijn, kwadrant drie en vier geven de invloed op lange termijn weer.



Figuur 2: evenwichtssituatie 4-kwadrantenmodel (Theebe, 2014)

Kort samengevat geeft het model weer dat er bij een bepaalde voorraad een prijs ontstaat (samenkomen van vraag en aanbod), die wordt vertaald naar een prijs op de beleggersmarkt en uiteindelijk bepaald of er wel of niet ontwikkeld wordt. De hoeveelheid op de markt is continue in beweging. Deze schommelingen in de balans kunnen worden gecompenseerd door het toevoegen aan of het onttrekken van voorraad, waardoor weer evenwicht ontstaat.

De transactie die door middel van een evenwichtsprijs tot stand komt is deels gebaseerd op de kennis van eerdere transacties. In een opgaande markt, waarbij het aanbod afneemt, gaat de prijs omhoog omdat het aantal alternatieven afneemt. Bij een neergaande markt, waarbij het aanbod toeneemt, neemt het aantal alternatieven toe, waardoor de prijs daalt. Voor een koper is het lastig om in te schatten wat de waarde van een vastgoedobject is, omdat de waarde van het vastgoedobject wordt beïnvloed door de continue wisselwerking tussen vraag en aanbod. Daarnaast wordt de vastgoedmarkt gekenmerkt door imperfecties. Deze imperfecties worden veroorzaakt door intransparantie, immobiliteit, vertraging in de prijsreactie, het ontbreken van consumentensoevereiniteit en het cyclische karakter. (Van Arnhem, Berkhout, & Ten Have, 2013, p. 61). Volgens Lubberink betekent dit dat de waarde van vastgoed, in tegenstelling tot de efficiënte aandelenmarkten, niet zichtbaar is en derhalve de prijs niet per definitie gelijk is aan de waarde (Lubberink, 2016, p. 28). Vanuit bovenstaand model van DiPasaule & Wheaton wordt aangetoond dat de prijsvorming van vastgoed, mede door de imperfecties, relatief complex is. Hierdoor is de rol van een taxateur cruciaal om partijen goed te kunnen adviseren over de waarde van goed. Een taxateur wordt als volgt omschreven:

> *"Een taxateur is een persoon die zijn beroep maakt van het produceren van schattingen".* (Van Arnhem, Berkhout, & Ten Have, 2013, p. 18).

In de volgende paragraaf wordt nader ingegaan op dit verschil tussen waarde en prijs.

2.3 Waarde en prijs

Een prijs is een feit en niet onderhevig aan theoretische of abstracte transacties. Een prijs komt tot stand door het handelen van mensen met als doel om hun positie of situatie te verbeteren. De positie en de situatie zijn op dat moment van belang voor de handelende persoon en dit dient als uitgangspunt om een keuze te maken. Daarbij wordt rekening gehouden met alternatieve posities en situaties die beschikbaar zijn. Op basis hiervan wordt een rangschikking gemaakt waarbij uiteindelijk de ene situatie of positie wordt verkozen boven de andere (Vis, 2006). Deze theorie komt deels voort uit de gedachten van de neoklassieke economie en sluit aan bij de marginale analyse van econoom Gossen. Op basis van deze theorie is ook de hedendaagse definitie van prijs gebaseerd.

> *"Het concrete bedrag dat wordt gevraagd, betaald of geboden voor een object. De prijs kan dus verwijzen naar een gerealiseerd bedrag (een gerealiseerde verkoopprijs) of een beoogd bedrag"* (Van Arnhem P. , Taxatieleer Vastgoed 1, 2013, p. 18).

Een waarde is daarentegen een theoretische benadering van de verwachte opbrengst en dus geen feit. Het betreft een momentopname van de toekomstige verwachtingen. De definitie wordt als volgt gedefinieerd:

> *"De economische betekenis die aan het object kan worden toegekend, uitgedrukt in een geldbedrag"* (van Gool, 2013, p. 305).

Adam Smith maakte in The Wealth of Nations al onderscheid tussen "gebruikswaarde" en "ruilwaarde":

> *"The word value, it is to be observed, has two different meanings, and sometimes expresses the utility of some particular object, and sometimes the power of purchasing other goods which the possession of that object conveys. The one may be called 'value in use;' the other, 'value in exchange"* (Smith, 2007, p. 26).

Dit verschil wordt in de hedendaagse taxatieleer nog altijd gemaakt. In de taxatieleer zijn twee soorten waarde concepten: het *worth*-concept en het *value*-concept. Het verschil tussen beide waarde concepten zit in de redenering van de gebruiker. Bij het *worth*-concept wordt de verwachting van de eigenaar meegenomen in de waarde en bij het *value*-concept niet (Van Arnhem, Berkhout, & Ten Have, 2013). Oftewel, bij het *worth*-concept wordt geredeneerd vanuit één gebruiker en bij het *value*-concept van de markt. Voor deze waarde concepten worden respectievelijk de waardebegrippen beleggingswaarde en marktwaarde hanteert.

2.4 Waardedefinities

De definitie van prijs is redelijk eenduidig te definiëren. Echter, omdat waarde geen feit maar een verwachting is, bestaan er verschillende waardebegrippen. Een waardebegrip is:

> *"Een denkbeeld over het doel van de te berekenen waarde"* (van Gool, 2013, p. 305).

Behalve het doel is een waardebegrip ook onderhavig aan assumpties. In de loop der jaren zijn dan ook verschillende definities met verschillende assumpties bedacht. Dit kwam niet ten goede van de transparantie en uniformiteit.
Zoals blijkt uit de vorige paragraaf is er een essentieel verschil tussen het waarderen op basis van het worth-concept en value-concept. Daarnaast maakt de imperfectie van de vastgoedmarkt het noodzakelijk om het waarderen zoveel mogelijk transparantie en uniform te maken voor alle actoren. Uiteindelijk worden door verschillende actoren beslissingen gemaakt die gebaseerd zijn op taxaties. Om zorg te dragen dat deze taxatie valide en betrouwbaar worden opgesteld, zijn er verschillende taxatiestandaarden opgesteld (Lubberink, 2016, p. 30). Taxatiestandaarden zijn gezaghebbende (verzamelingen) vastgestelde praktijknormen ter bevordering van de kwaliteit en uniformiteit van vastgoedtaxaties (Van Arnhem P. , Taxatieleer Vastgoed 1, 2013).
Later in dit hoofdstuk wordt nader ingegaan op de taxatiestandaarden.

Naar aanleiding van het onderzoek van Nyenrode over de International Valuation Standards en Nederlandse waarderingsstandaarden bleek dat de marktwaardedefinitie van de International Valuation Standards Council (IVSC) in hoofdlijnen overeenkwam met de gehanteerde waardedefinities in Nederland. Als advies werd gegeven om het marktwaardebegrip van de IVS over te nemen om spraakverwarring te voorkomen (Berkhout & Hordijk, 2008). Naar aanleiding van deze aanbeveling werd de marktwaardedefinitie van de IVS overgenomen door zes organisaties in Nederland: de waarderingskamer, de Nederlandse Vereniging van Makelaars (NVM), VastgoedPRO, VBO Makelaars, RICS en de Nederlandse Vereniging van Rentmeesters. In het NRVT wordt eveneens de marktwaarde definitie van de IVS aangehouden (NRVT, 2015). Dit heeft geleid tot meer uniformiteit binnen de taxatiebranche. De marktwaarde wordt als volgt gedefinieerd:

> *“Het geschatte bedrag waartegen vastgoed zou worden overgedragen op de waardepeildatum tussen een bereidwillige koper en een bereidwillige verkoper in een zakelijke transactie, na behoorlijke marketing en waarbij de partijen zouden hebben gehandeld met kennis van zaken, prudent en niet onder dwang”.* (Van Arnhem P. , Taxatieleer Vastgoed 1, 2013, p. 46)

Bij het vaststellen van de marktwaarde wordt uitgegaan van een theoretische transactie waarbij sprake is van de volgende acht assumpties:

1) Bereidwillige koper;
2) Bereidwillige verkoper;
3) Behoorlijke marketing van verkoper;
4) Zakelijke transactie;
5) Verkoop en overdracht op één bepaalde datum;
6) Verkoper en koper handelen met kennis van zaken en zijn goed geïnformeerd;
7) Koper en verkoper handelen prudent en met voorzichtigheid;
8) Verkoper en koper handelen niet onder dwang.

Het doel van een eenduidige definitie is taxateurs, toezichthouders en gebruikers van taxatierapporten duidelijkheid te geven over de conceptuele basis van het waardebegrip en onder welke uitgangspunten de waarde tot stand is gekomen.

Bij de marktwaarde wordt uitgegaan van het value-concept, er wordt namelijk geredeneerd vanuit de markt. Dit gebeurt op basis van het marktconformiteitsbeginsel.
Het worth-concept sluit meer aan bij de waardedefinitie beleggingswaarde. Deze definitie wordt als volgt omschreven:

> *"De waarde van een object voor een eigenaar of een toekomstige eigenaar voor individuele belegging of operationele doeleinden* (RICS, 2014, p. 61)*".*

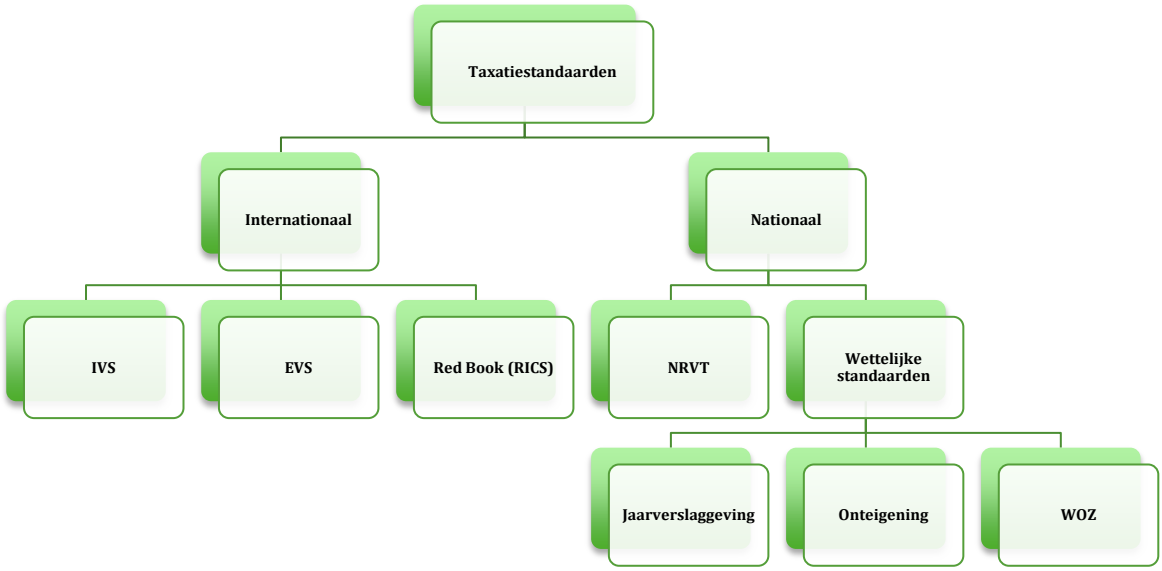
In de richtlijnen van de IVS wordt hiervoor de definitie "investment value" gehanteerd. Bij een beleggingswaarde wordt duidelijk geredeneerd vanuit de gebruiker en niet van de markt. Bij de beleggingswaarde wordt geen rekening gehouden met het marktconformiteitsbeginsel.

2.5 Taxatiestandaarden en -richtlijnen

In de taxatiebranche werden vroeger verschillende definities en uitgangspunten gehanteerd bij het taxeren van vastgoedobjecten. Om meer uniformiteit binnen de taxaties te krijgen zijn er taxatiestandaarden ontstaan. Taxatiestandaarden zijn gezaghebbende (verzamelingen) vastgestelde praktijknormen ter bevordering van de kwaliteit en uniformiteit van vastgoedtaxaties (Van Arnhem P. , Taxatieleer Vastgoed 1, 2013). Standaarden hebben vaak betrekking op fundamentele taxatiebeginselen, gedragsrichtlijnen, ethische principes en toepassingsregels. Zonder deze standaarden zouden taxaties op verschillende manieren tot stand komen en zouden er verschillende definities dan wel uitgangspunten worden gehanteerd. Er zijn verschillende soorten taxatiestandaarden in omloop, waarbij geen formele hiërarchie van toepassing is. Een uitzondering hierop zijn de wettelijke standaarden, omdat dit onderdeel uitmaken van de wet. Deze wettelijke standaarden prevaleren boven alle overige standaarden. In Nederland wordt voornamelijk gebruik gemaakt van de volgende standaarden (Berkhout & Roggeveen, 2015):

1) International Valuation Standards (IVS);
2) European Valuation Standards (EVS);
3) Red Book (RICS);
4) Nederlands Register Vastgoed Taxateurs (NRVT).

De eerste drie richtlijnen hebben een Europees gericht toepassingsbereik, het toepassingsbereik van het NRVT is beperkt tot Nederland.



Figuur 3 Taxatiestandaarden

Het is overigens niet zo dat een bepaalde standaard en ander standaard uitsluit. Zo is het Red Book van de RICS geheel IVS-compliant en in veel wettelijke teksten wordt verwezen naar definities van de IVS. Bij taxaties conform het NRVT kunnen zowel de richtlijnen van de IVS als van de EVS worden gehanteerd.

In het kader van deze scriptie wordt de taxatiestandaard van het NRVT nader uitgelicht om vervolgens hiermee een vergelijking te maken met het waarderingshandboek.

2.5.1 NRVT

Het NRVT is het actief sinds 1 januari 2016 en betreft het centrale register voor gekwalificeerde taxateurs. Het NRVT heeft de volgende missie:

> *"Het NRVT bewaakt, waarborgt en bevordert de onafhankelijkheid, integriteit en kwaliteit van de Register-Taxateur en dient, als centraal register van vastgoedtaxateurs, het publiek belang van vastgoedwaarderingen"* (NRVT, 2016).

Het NRVT is opgericht vanwege druk vanuit de Autoriteit Financiële Markten (AFM). De AFM en De Nederlandse Bank (DNB) hebben een aantal jaren geleden hun zorgen geuit over de kwaliteit van vastgoedtaxaties. Dit had voornamelijk betrekking op de gebrekkige vergelijkbaarheid en beperkte transparantie van taxaties. Door middel van een zelfreguleringshuis is voor en door taxateurs en brancheorganisaties het NRVT opgericht.

De taxateurs die staan ingeschreven in een van de registers dienen zich te houden van het reglement van de gedragsregels van het NRVT. In hoofdlijnen komt het NRVT overeen met de standaarden Red Book van de RICS.

2.5.2 The Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS)

The Royal Institution of Chartered Surveyors is in 1861 opgericht in Engeland en is ondertussen uitgegroeid tot een wereldwijde organisatie die vastgoedprofessionals vertegenwoordigd.

De bekendste taxatiestandaarden zijn die van de RICS, namelijk de RICS Valuation Standards. Deze standaarden staan beter bekend als het Red Book, waarvan in januari 2014 de laatste versie is verschenen. In Nederland zijn deze taxatiestandaarden voornamelijk van toepassing voor de commerciële sector. Vanuit het oogpunt van de taxateurs bevatten deze professionele standaarden procedures en aanbevelingen die:

- Principes bevatten zoals vermeld in de IVSC Code of Ethical Principles for Professional Valuers, die uitdrukkelijk voldoen aan de RICS Rules of Conduct;
- Leggen verplichtingen vast voor taxateurs en bedrijven zoals competentie, objectiviteit en transparantie;
- Een kader vormen voor uniformiteit en best practice in taxaties.

Het Red Book is geheel IVS-compliant, waardoor er geen strijdigheden zijn tussen de taxatiestandaard van de RICS en die van de IVSC (RICS, 2014).

2.5.3 Taxatierichtlijnen

Behalve taxatiestandaarden zijn er ook taxatierichtlijnen. Taxatierichtlijnen dienen ervoor te zorgen dat taxaties conform een bepaald format worden uitgevoerd. Hierbij moet bijvoorbeeld gedacht worden aan de taxatiemethodiek. Bij het taxeren van woningcomplexen zijn de taxatierichtlijnen van de IPD het meest voorkomend. De reden hiervan is dat commerciële beleggers die investeren in woningcomplexen over het algemeen zijn aangesloten bij de benchmarkt IPD Nederlandse Vastgoedindex. Dit doen zij om de prestaties van hun vastgoedfonds te kunnen vergelijken met andere beleggers. Om de prestaties onderling goed te kunnen vergelijken is het belangrijk dat er op een uniforme manier wordt getaxeerd. De taxatierichtlijnen van de IPD Nederlandse Vastgoedindex moeten hiervoor zorgdragen.

Ten opzichte van taxatiestandaarden staan in de taxatierichtlijnen meer voorgeschreven regels op het gebied van taxeren. Zo wordt in de taxatierichtlijnen van de IPD-taxateurs verplicht om een woningcomplex te taxeren op basis de dcf-methodiek en zowel op een uitpondscenario als op een exploitatiescenario. Dit alles om de vergelijkbaarheid van de taxaties, aldus de prestaties, van beleggers te vergroten.

2.6 Taxaties

Een taxatie is een schatting van de waarde van een object door een taxateur (Van Arnhem P. , Taxatieleer Vastgoed 1, 2013). Een taxatie wordt uitgevoerd door een taxateur die onafhankelijk zijn schatting maakt. Bij het maken van de schatting wordt gebruik gemaakt van taxatiestandaarden. Op deze manier komen taxaties op eenduidige manier tot stand en zijn alle taxatie op eenzelfde manier te interpreteren.

Een taxatie kan worden verricht door een interne of een externe taxateur. Volgens het Nederland Register Vastgoed Taxateurs (NRVT) is een interne taxateur een geregistreerde taxateur die een professionele taxatiedienst verricht van vastgoedobjecten waarin of waarbij zijn werkgever een belang heeft of gaat krijgen (NRVT, 2015). Een externe taxateur daarentegen, heeft geen wezenlijke banden met de opdracht gevende onderneming of het onderwerp van taxatie (RICS, 2014).

Om de kwaliteit van de taxateurs te waarborgen is in Nederland het NRVT opgericht. Het NRVT waarborgt de kwaliteit door toezicht te houden op onafhankelijkheid, integriteit en deskundigheid van de registertaxateur. Zowel een interne als een externe taxateur kan zich in het register inschrijven. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) heeft al aangegeven dat zij vindt dat banken en beleggers het register verplicht moeten stellen (FD, 2015). Het waarderingshandboek heeft als eis dat de externe taxateur aangesloten dient te zijn bij het NRVT of vergelijkbare beroeps- en gedragsregels dient te hanteren. Het hanteren van vergelijkbare beroeps- en gedragsregels wordt in het waarderingshandboek niet nader toegelicht.

Een taxateur maakt een taxatie met een bepaald doel die van belang is voor het besluitvormingsproces van de opdrachtgever (Van Arnhem P. , Taxatieleer Vastgoed 1, 2013). In veel gevallen betreft het een financieringsbeslissing waarbij het vastgoedobject als zekerheid dient of voor financiële verslaggeving, zoals de jaarrekeningen. Bij het taxeren voor de jaarrekening dient er rekening te worden gehouden met wettelijke bepalingen. Later in dit hoofdstuk wordt hier nader op ingegaan.

De waarden afkomstig uit de jaarrekeningtaxaties maken onderdeel uit van de totale jaarrekening. De jaarrekening heeft als doel “om informatie te verschaffen over de financiële positie per rapportagedatum, de resultaten en wijzigingen in de financiële positie van de onderneming over de verslaggevingsperiode, die voor een grote reeds van gebruikers nuttig is voor het nemen van economische beslissingen” (Van Arnhem, Berkhout, & Ten Have, Taxatieleer vastgoed 1, 2013). De jaarrekening geeft dus inzicht in de vermogenspositie van de onderneming. Voor partijen is dit interessant omdat op basis hiervan een inschatting kan worden gemaakt of de ondernemer aan zijn verplichtingen kan voldoen.

2.7 Conclusie

Dit hoofdstuk maakt onderdeel uit van het theoretisch kader en heeft als doel om de lezer bekend te maken met de belangrijkste begrippen, theorieën en modellen die van toepassing zijn op het onderwerp van deze scriptie. De belangrijkste elementen van dit hoofdstuk zijn:

- De prijsvorming bij vastgoed komt tot stand door middel van vraag en aanbod, de zogenaamde evenwichtsprijs.

- De vastgoedmarkt wordt gekenmerkt door imperfecties. Deze imperfecties worden veroorzaakt door intransparantie, immobiliteit, vertraging in de prijsreactie, het ontbreken van consumentensoevereiniteit en het cyclische karakter

- Prijs en waarde zijn niet gelijk aan elkaar, omdat prijs een individuele gebruikswaarde betreft en bij waarde vanuit de markt wordt geredeneerd.

- Het nut van een object kan voor een individu (gebruikswaarde) van grotere waarde zijn dan voor de markt (ruilwaarde).

- In de hedendaagse economie wordt het verschil tussen de gebruikswaarde en de ruilwaarde aangeduid als het worth-concept (gebruikswaarde) en het value-concept (ruilwaarde). Bij het worth-concept wordt geredeneerd vanuit de gebruiker en bij het value-concept niet.

- Vanwege de imperfectie van de vastgoedmarkt en de vele uitgangspunten die een groep kopers kan hebben, is het lastig om een goede puntschatting te maken. Hierdoor was er in het verleden veel onduidelijk over de getaxeerde waarde. Om dit probleem te ondervangen zijn er verschillende taxatiestandaarden ontwikkeld.

- Taxatiestandaarden moeten bijdragen aan uniformiteit en hogere kwaliteit van taxaties.

- Het waardebegrip conform het value-concept die door de belangrijkste taxatiestandaarden worden voorgeschreven betreft de “marktwaarde”.

3 Woningcorporaties en marktwaarde

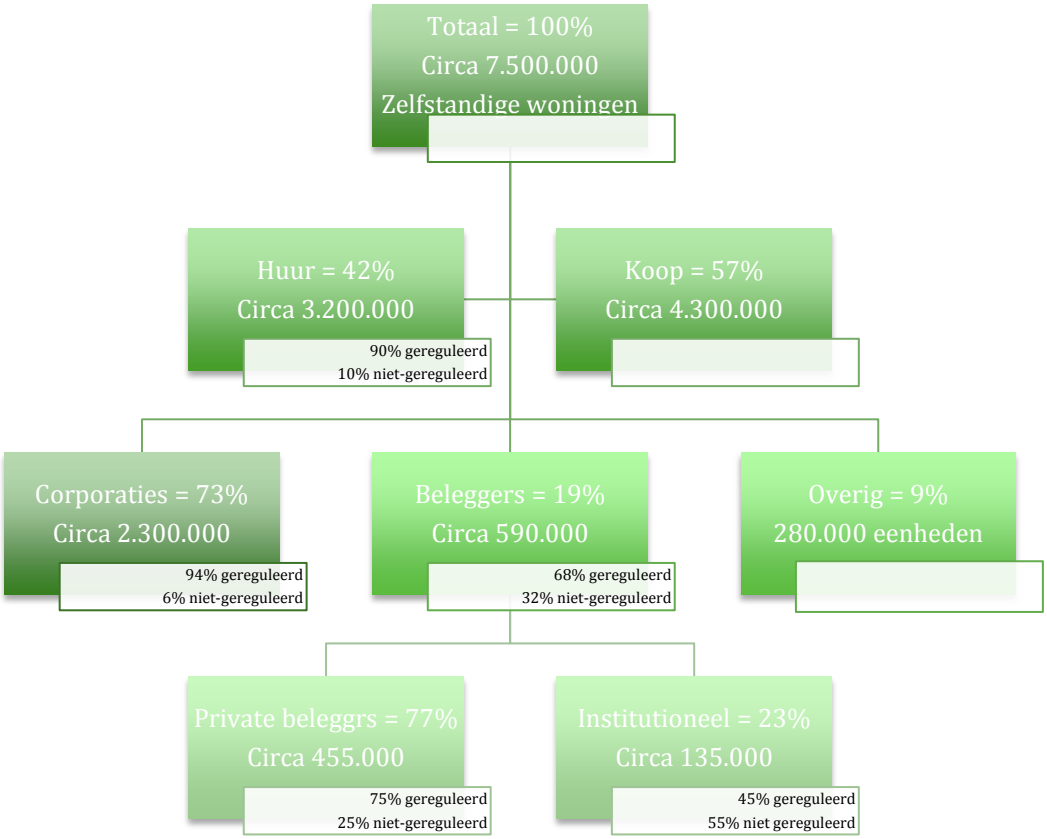
3.1 Inleiding

In het vorige hoofdstuk is beschreven waar de definitie marktwaarde vandaan komt en hoe deze tot stand komt. In dit hoofdstuk wordt gekeken naar de functie van een woningcorporatie en de huidige waarderingsgrondslagen. Vervolgens worden de oude waarderingsgrondslagen afgezet tegen de nieuwe waarderingsgrondslagen. Hierbij worden de belangrijkste voor- en nadelen benoemd. Dit hoofdstuk wordt afgesloten met het beantwoorden van de eerste deelvraag:

"Wat zijn de voor- en nadelen voor woningcorporaties wanneer zij over moeten gaan op het waardebegrip marktwaarde?"

3.2 Woningcorporaties

Volgens de Rijksoverheid is een woningcorporatie een stichting of een vereniging die betaalbare woningen verhuurt of verkoopt. De activiteiten voor woningcorporaties voor het Daeb gedeelte focussen zich op de bouw, de verhuur en het beheer van sociale huurwoningen, het beheer van maatschappelijk vastgoed en het investeren in de leefbaarheid in de woonwijken. De regels waaraan woningcorporaties zich moeten committeren staan beschreven in de Woningwet 2015. Nederland heeft circa 363 woningcorporaties met in totaal 2.300.000 woningen voor de verhuur, dit is circa 30 procent op een totaal van 7.500.000 huur- en koopwoningen in Nederland. Van de huursector hebben woningcorporaties circa 72 procent van alle woningen in hun bezit. In het onderzoekrapport "De woning(beleggings)markt in beeld 2015" van Capital Value wordt de woningmarkt opgedeeld zoals weergegeven in onderstaande figuur (Capital Value, 2015, p. 10).



Figuur 4: opbouw van de Nederlandse woningmarkt (bron: Capital Value)

Uit het onderzoek van de parlementaire enquêtecommissie blijkt dat woningcorporaties een balanstotaal hebben van € 117,9 miljard (op bedrijfswaarde en per 31 december 2010). Indien een balanstotaal wordt aangehouden op basis van marktwaarde hebben woningcorporaties een vermogen van circa € 273 miljard. Na aftrek van de circa 84 miljard aan schulden resulteert dit in een stille reserve van € 189 miljard (Elsinga, Hoekstra, Van 't Hof, Van der Leij, & Van Rijn, 2014).

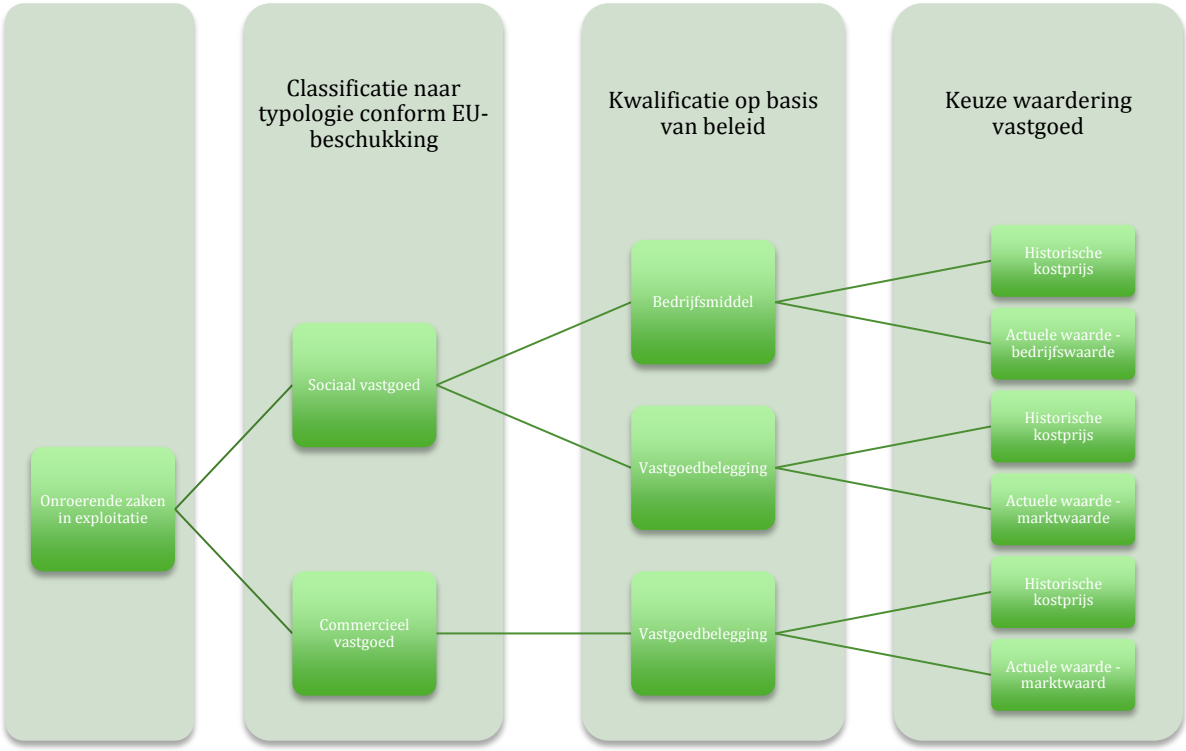
Zoals figuur 4 illustreert richten woningcorporaties zich voornamelijk op de gereguleerde woningen. Een gereguleerde woning is een huurwoning die bij aanvang van de huurperiode wordt verhuurd voor een huur die lager is dan de liberalisatiegrens. In de volksmond worden dit ook wel sociale huurwoningen genoemd. Deze woningen passen bij de doelgroep van woningcorporaties; huurders met een laag inkomen die vaak niet in aanmerking komen voor een koopwoning. Vanwege de doelgroep en de doelstelling van woningcorporaties hebben zij een ander rendement-risicoprofiel dan professionele beleggers. Over het algemeen zijn de risico's en rendementen van een woningcorporatie lager. Het risico is lager omdat voor de sociale huurders nauwelijks alternatieven op de woningmarkt zijn. De betaalbaarheid van de huurprijzen komen nauwelijks in gevaar vanwege het Nederlandse socialezekerheidsstelsel en de huurtoeslag (De Jong, 2013, p. 38).

3.3 Het huidige stelsel

Net zoals elke organisatie die in het bezit is van vastgoed hebben woningcorporaties ook te maken met waarderingsvraagstukken. Bij woningcorporaties heeft dit vaak betrekking op de waarde van het vastgoed bij aan- en verkoop en bij de jaarrekening. In deze scriptie wordt alleen gekeken naar de waarderingsvraagstukken ten behoeve van de jaarrekening.

De regels voor het taxeren voor de jaarrekening stelt De Raad voor de Jaarverslaggeving (RJ) op. De specifieke regels voor woningcorporaties staan uitgewerkt in de Richtlijn 645 (RJ645) (Deloitte, 2011).

Conform de RJ645 hebben woningcorporaties de vrijheid om te kiezen om hun vastgoed te taxeren op basis van verschillende waarderingsgrondslagen. De keuze die de woningcorporatie maakt is mede afhankelijk van de classificatie van het vastgoed en het beoogde beleid. Onderstaand wordt het keuzemodel voor woningcorporaties weergegeven:



Figuur 5: keuzemodel waardering vastgoed (bron: Deloitte)

Woningcorporaties hebben twee soorten vastgoed; sociaal vastgoed en commercieel vastgoed. Deze classificatie sluit aan bij de zogenaamde Diensten van Algemeen Economisch Belang (DAEB)-bezit en het niet DAEB-bezit. De keuze om het vastgoed te taxeren op historistische kostprijs, bedrijfswaarde en/of marktwaarde is afhankelijk of het vastgoed wordt gekwalificeerd als bedrijfsmiddel of als vastgoedbelegging. Deze kwalificatie vindt plaats op basis van het beleid van de woningcorporatie. In de handreiking over de Richtlijn RJ645 van Deloitte worden twee keuzemogelijkheden beschreven:

1. *"Indien de nadruk van het beleid ligt op het realiseren van de volkshuisvestelijke taken, het volkshuisvestelijke beleid staat centraal: kwalificatie als bedrijfsmiddel";*
2. *"Indien de nadruk ligt op het realiseren van een zo optimaal mogelijke rendement, het financieel beleid staat centraal: kwalificatie als vastgoedbelegging"* (Deloitte, 2011).

De vergelijking tussen bedrijfswaarde en marktwaarde komt redelijk overeen met de vergelijking tussen de beleggingswaarde en de marktwaarde. In dit geval is de bedrijfswaarde gerelateerd aan het beleid van de woningcorporaties en derhalve slecht vergelijkbaar met andere woningcorporaties. Dit is ook de reden waarom bedrijfswaarde vaak beleidswaarde wordt genoemd. Daarentegen is bij marktwaarde de waarde van het

vastgoed gerelateerd aan de markt. Bij het gebruik van marktconforme parameters is de waarde van het vastgoed zodoende vergelijkbaar met de markt.
Zoals blijkt uit figuur 5 is het voor een woningcorporatie mogelijk om hun vastgoed te taxeren tegen verschillende grondslagen. Een woningcorporatie kan bijvoorbeeld het sociaal bezit taxeren tegen bedrijfswaarde en het commercieel bezit tegen marktwaarde.

3.4 Het nieuwe stelsel

Vanwege de beperkte transparantie en uniformiteit heeft minister Blok in de nieuwe Woningwet opgenomen dat woningcorporaties per 2017 het verhuurde vastgoed moeten taxeren tegen de marktwaarde. Deze keuze ligt in het verlengde van het advies van commissie Hoekstra. Zij gaven in het eindrapport 'Commissie Kaderstelling en Toezicht Woningcorporaties' het advies om de vergelijkbaarheid tussen woningcorporaties mogelijk te maken door een eenduidige waarderingsgrondslag te hanteren (Hoekstra, Hoogduin, & Van der Schaar, 2012).

Naar aanleiding van de Novelle voor de Herzieningswet heeft minister Blok het CFV-advies gevraagd over de uitwerking van de marktwaarde voor de jaarrekening. Het advies van de CFV aan minister Blok over de uitwerking van de marktwaarde is mede gebaseerd op het onderzoek van Ortec Finance (Centraal Fonds Volkshuisvesting, 2014). Uit dit onderzoek kwam naar voren dat de uitwerking van de marktwaarde onder andere moet aansluiten bij de bestaande taxatiemethodieken, de rendementen van het niet-DAEB-gedeelte meetbaar moeten zijn, moet bijdragen aan de professionalisering van de vastgoedsturing door corporaties en een beperkte lastenverzwaring met zich mee mag brengen (Centraal Fonds Volkshuisvesting, 2014).

Om deze doelstellingen te kunnen bereiken is het waarderingshandboek opgesteld, die wettelijk is voorgeschreven in artikel 14 van de Regeling toegelaten instellingen volkshuisvesting 2015. In het waarderingshandboek staat voorgeschreven welke methodiek en parameters gehanteerd dienen te worden. Hierbij heeft een woningcorporatie de keuze uit twee versies; de basisversie en de full versie. In de basisversie mag niet worden afgeweken van de voorgeschreven parameters, terwijl de full versie, met tussenkomst van een externe taxateur, hiervoor wel de mogelijkheid biedt. De parameters waarvan in de full versie mag worden afgeweken, worden de vrijheidsgraden genoemd. In het waarderingshandboek wordt gesteld dat het hanteren van deze vrijheidsgraden *"in principe een hogere kwaliteit op levert van de waardering, maar tegelijkertijd ook tot meer kosten"* (Minister voor Wonen en Rijksdienst, 2015). Het waarderingshandboek kan worden gezien als een taxatierichtlijn die de taxateur dient te hanteren bij de taxatie voor een specifiek doel.

In eerste aanzet is er gekozen voor een waarderingshandboek om zorg te dragen voor de uniformiteit van vastgoedwaarderingen voor de jaarrekening. Daarnaast hebben woningcorporaties relatief weinig ervaring met het taxeren op marktwaarde. Zo blijkt uit onderzoek van Reasult dat slechts 34% van de woningcorporaties met meer dan 6.000 verhuurbare eenheden taxeert op marktwaarde (Wind, 2015). In de derde plaats is er weinig marktevidence beschikbaar, vooral in de sector waarin woningcorporaties actief zijn. Dit wordt veroorzaakt doordat een groot gedeelte van het bezit van woningcorporaties wordt verhuurd onder de liberalisatiegrens en niet tegen marktconforme huren. De gerealiseerde

huren zijn niet bruikbaar omdat deze huren beleidsmatig zijn bepaald en derhalve is er geen sprake van het marktconformiteitsbeginsel. Er dient aangesloten te worden bij marktconforme huren die in de markt worden gerealiseerd door commerciële beleggers.

Daarnaast is er getracht om beleggingsreferenties vanuit de Stichting Vastgoeddata (StiVAD) te gebruiken. Echter, bleek dat database van StiVad onvoldoende bruikbare data te bevatten (Conijn, 2015).
Teneinde tot “marktconforme” parameters te komen ten behoeve van de taxatie op marktwaarde, heeft Ortec Finance taxaties opgevraagd bij woningcorporaties die reeds taxeerden op marktwaarde. Uit het rapport Analyse individuele waarderingshandboeken van Ortec Finance, d.d. december 2014, blijkt dat 25 woningcorporaties medewerking hebben verleend aan het onderzoek (Buffing, Achterveld, & Johan, 2014). Dit is op basis van de cijfers van de Autoriteit woningcorporaties circa 20,7 procent van alle woongelegenheden van woningcorporaties in Nederland. Op basis van het aantal woningcorporaties betreft het slechts 6,63 procent. De opgevraagde waarderingsgegevens zijn gebruikt bij het bepalen van de hoogte van de verschillende parameters en normen.

3.5 Voordelen en nadelen van taxeren op marktwaarde

Alvorens wordt ingegaan op de voor- en nadelen van het taxeren op marktwaarde, kan er eerst een parallel worden getrokken tussen de professionalisering bij woningcorporaties en taxateurs. Zoals eerder gesteld is de professionalisering bij taxateurs deels tot stand gekomen door druk vanuit de overheid. Schandalen (zoals de vastgoedfraude) hebben ertoe geleid dat de kwaliteit en vooral de transparantie van vastgoedtaxaties omhoog moest om vergelijkbare situaties in de toekomst te voorkomen.

In dezelfde periode, vanaf april 2013, deed de commissie van de parlementaire enquête onderzoek naar het stelsel van woningcorporaties. De directe aanleiding van deze parlementaire enquête was het Vestia-debacle. Het resultaat van dit onderzoek waren 18 aanbevelingen, die grotendeels zijn overgenomen in de Woningwet, waaronder het vergroten van de controleerbaarheid en transparantie. Uit de parlementaire enquête blijkt dat uniformering van de waarderingsgrondslagen en het verplicht en verbeterd inzicht geven in de vermogenspositie en investeringscapaciteit de transparantie en controleerbaarheid van de woningcorporaties moet vergroten. (Tweede Kamer der Staten-Generaal, 2015).

3.5.1 Voordelen

Uit literatuurstudie blijkt dat er een aantal voordelen zijn om het verhuurde onroerende goed te taxeren op marktwaarde. Onderstaand worden de voordelen weergegeven alvorens er een verdere toelichting wordt gegeven.

1. Definitie marktwaarde
2. Vergelijkbaarheid
3. Zichtbaar maken van de stille reserves
4. Ongeborgde financiering

3.5.1.1 Definitie marktwaarde

Zoals reeds aangegeven is de definitie marktwaarde een algemeen geaccepteerd waardebegrip. In de belangrijkste taxatiestandaarden en taxatierichtlijnen wordt aangesloten

bij de definitie zoals die is omgeschreven door de IVS. Marktwaarde sluit aan bij het value-concept en derhalve is de marktconformiteit het leidende waarderingsbeginsel. Hierdoor sluit de waarde aan bij de marktomstandigheden die op dat moment van toepassing zijn, waardoor beter op marktomstandigheden ingespeeld kan worden. Het hanteren van het begrip marktwaarde, leidt direct tot een eenduidiger taxatieproces waarin onderlinge verwarring over het waardebegrip voorkomen wordt.

3.5.1.2 Vergelijkbaarheid

In de memorie van toelichting novelle conceptversie voor consulatie d.d. 11 februari 2014 wordt nader ingegaan op het gebruik van een eenduidige waarderingsgrondslag. Hierin wordt gesteld dat een waardering op basis van bedrijfswaarde of historische kostprijs een rendementsbeeld laat zien over het eigen vermogen. Dit geeft geen goede verhouding weer tot het werkelijke rendement, omdat deze rendementen lager zullen liggen dan de rendementen bij marktwaarde waarderingen. Daarentegen is bij marktwaarde de waarde van het vastgoed gerelateerd aan de markt. Bij het gebruik van marktconforme parameters en een eenduidige waarderingsgrondslag kunnen de prestaties van woningcorporaties onderling beter met elkaar worden vergeleken.

Op basis hiervan kan een woningcorporatie haar kosten inzichtelijk maken van haar maatschappelijke doelen ten opzichte van een marktconforme bedrijfsoefening. Hierbij kan dan onderscheid worden gemaakt tussen rendementseisen op basis van marktwaarde, het rendement op vastgoedexploitatie en het maatschappelijke rendement (Twee kamer der Staten-Generaal, 2014, p. 191)

3.5.1.3 Zichtbaar maken van de stille reserves

Zoals aan het begin van dit hoofdstuk aangegeven hebben woningcorporaties een balanstotaal op basis van de marktwaarde van 273 miljard. Na aftrek van de schulden a 84 miljard resulteert dit in een stille reserve van circa 189 miljard. In het voorbeeld is er sprake van stille reserves die woningcorporaties hadden, maar niet zichtbaar werden gemaakt omdat het waardebegrip bedrijfswaarde werd aangehouden. Dit vermogen kan liquide worden gemaakt door woningen en/of woningcomplexen te verkopen. Door het hanteren van het waardebegrip marktwaarde, kan op een eenduidige manier de vermogenspositie van de woningcorporatie inzichtelijk worden gemaakt. Hierdoor zijn de resultaten van corporaties onderling beter vergelijkbaar en niet afhankelijk van de bedrijfsvoering van de betreffende corporatie en wordt het daadwerkelijke vermogen inzichtelijk gemaakt.

3.5.1.4 Ongeborgde financiering

Een ander argument om over te gaan op taxeren op marktwaarde heeft verband met de ongeborgde financiering van vastgoed dat valt onder het niet-DAEB. Op deze manier krijgt de financier een reëel beeld van de waarde op het moment van financiering.

Op basis van voorgenoemde argumenten is in het waarderingshandboek gekozen voor de definitie marktwaarde.

3.5.2 Nadelen

Naast bovengenoemde voordelen zijn er ook een aantal nadelen om het verhuurde onroerende goed te taxeren op marktwaarde. Alvorens een toelichting wordt gegeven op de nadelen, wordt eerst onderstaand een opsomming van de nadelen gegeven.

1. Mogelijke verkoopvoorwaarden van de overheid worden niet meegenomen in de waardering conform het waarderingshandboek
2. Schommelingen in vermogen
3. Duur en lastig om modelmatig te bepalen

3.5.2.1 Verkoopvoorwaarden

Het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) heeft naar aanleiding van de Herzieningswet hun visie gegeven op het voorgeschreven waardebegrip “marktwaarde” (WSW, 2015). Omdat het WSW borg staat voor de rente- en aflossingsverplichtingen van de door WSW geborgde leningen aan woningcorporaties voeren zij een objectief risicomanagement bij woningcorporaties uit. Juiste en betrouwbare informatie is van belang bij de beheersing van deze risico’s. Volgens het WSW is het waardebegrip marktwaarde van belang indien sprake is van een (dreigend) faillissement. Marktwaarde geeft immers inzicht in de waarde van het onderpand. Echter, de bedrijfswaarde geeft meer inzicht in de huidige kasstromen. Woningcorporaties zijn gebonden aan bepaalde beperkingen, zoals het passend toewijzen van woningen. Hierdoor is het voor woningcorporaties niet altijd mogelijk om een kasstroom te realiseren zoals die marktconform zou zijn. De marktwaarde geeft bij een afwijkende kasstroom dan ook te weinig zekerheid of voldoende kasstromen worden gegenereerd om de beschikbaar gestelde financiering en vergoeding te kunnen betalen.

Hierbij wordt nog verondersteld dat woningcorporaties hun vastgoed kunnen verkopen tegen de marktwaarde. Echter, indien een verhuurd wooncomplex wordt verkocht aan derden kunnen conform de regeling van de Minister voor Wonen en Rijksdienst van 17 juni 2015 verkoopvoorwaarden van toepassing zijn (De Minister voor Wonen en Rijkdienst, 2015). Deze verkoopvoorwaarden zijn van toepassing in de situatie bij blijvende gereguleerde woningen en de overeengekomen prijs is lager dan 75 procent van de leegwaarde. Bij deze situatie is een exploitatieverplichting en een winstdeling van toepassing.

Het waarderingshandboek houdt bij deze situatie geen rekening met deze verkoopbelemmeringen, terwijl beleggers bij de aankoop van een woningcomplex wel rekening houden met deze belemmeringen en dit in de prijs meenemen.

3.5.2.2 Schommelingen in vermogen

Het voordeel van het taxeren op marktwaarde is dat het een actuele weergave is van het verhuurde vastgoed van de woningcorporaties. Het nadeel is, dat de sector onderhevig is aan politieke besluitvorming en marktverandering. Het werkelijke vermogen van de woningcorporaties zal meer fluctueren, waardoor de vastgoedsturing op lange termijn lastiger is dan bij taxeren op bedrijfswaarde of kostprijs. Mede hierdoor is het belang om tot een juiste marktwaarde te komen waarbij het van belang is om de risico’s zo goed mogelijk in de waardering te verwerken.

3.5.2.3 Duur en lastig om modelmatig te bepalen

In het rapport “Handboek modelmatig waarderen marktwaarde in verhuurde staat” van Ortec Finance wordt aangegeven dat het taxeren op marktwaarde als potentieel nadeel heeft dat de administratieve lasten toenemen. Deze toename wordt veroorzaakt door de kosten die voortvloeien uit de eisen voor professionalisering en de eventuele kosten die samenhangen met de invoering van de marktwaarde.

Om deze kosten beperkt te houden is het waarderingshandboek opgesteld. Op basis hiervan is het mogelijk om met relatief weinig kosten tot een marktwaarde te komen.
Echter, in hetzelfde rapport wordt ook gesteld dat bij een full versie in principe een kwalitatief betere waardering wordt bereikt, maar dat de kosten door tussenkomst van een taxateur dan ook hoger zijn (Ortec Finance, 2015).

3.6 Conclusie

De eerste deelvraag in deze scriptie luidt:

"Wat zijn de voor- en nadelen voor woningcorporaties wanneer zij over moeten gaan op het waardebegrip marktwaarde?"

In onderstaande tabel, worden de voornaamste voor- en nadelen van het hanteren van het waardebegrip marktwaarde weergegeven:

Voordelen	Nadelen
Eenduidig waardebegrip "marktwaarde" (uniformiteit)	Mogelijke verkoopvoorwaarden van de overheid worden niet meegenomen in de waardering conform het waarderingshandboek
Betere vergelijkbaarheid met woningcorporaties en beleggers	Meer schommelingen in vermogen
Stille reserves worden zichtbaar gemaakt	Duur en lastig om modelmatig te bepalen
Het waardebegrip sluit aan bij ongeborgde financiering	

Uit de conclusie van hoofdstuk twee bleek, dat het belangrijk is om op een uniforme en transparante wijze een taxatie uit te voeren. Om dit te waarborgen, zijn verschillende taxatiestandaarden die in de markt worden gebruikt. De overheid beoogt met het waarderingshandboek, dat gezien kan worden als een soort taxatierichtlijn, hetzelfde te bereiken als de huidige taxatiestandaarden. Uit dit hoofdstuk blijkt, dat ook het hanteren van het waardebegrip marktwaarde bijdraagt aan uniformiteit en daarmee een betere vergelijkbaarheid. Zodoende sluiten de voordelen van het waardebegrip marktwaarde op de doelstelling van de overheid.

Op basis van de conclusie uit hoofdstuk drie wordt in het volgende hoofdstuk gekeken in hoeverre het waarderingshandboek aansluit bij de definitie marktwaarde conform de IVS.

4 Handboek modelmatig waarderen marktwaarde

4.1 Inleiding

In het vorige hoofdstuk is vastgesteld dat woningcorporaties hun verhuurde vastgoed op basis van de Woningwet dienen te taxeren op marktwaarde. De taxaties dienen tot stand te komen conform voorgeschreven parameters en richtlijnen zoals vastgelegd in het waarderingshandboek. In dit hoofdstuk wordt gekeken of de voorgeschreven parameters overeenkomen met de theorie van de taxatieleer. Het doel van dit hoofdstuk is om de overeenkomsten en verschillen te operationaliseren, om vervolgens deze in het volgende hoofdstuk door middel van expertinterviews te vergelijken met de praktijk. Dit hoofdstuk wordt afgesloten met het beantwoorden van de tweede deelvraag:

“Sluit het waarderingshandboek aan bij de taxatieleer die in de hedendaagse praktijk wordt gebruikt?”

Om deze deelvraag te kunnen beantwoorden, wordt eerst gekeken of het waarderingshandboek aansluit bij de grondleggers van de waardebepaling en de taxatiestandaarden. Indien het waarderingshandboek hierbij aansluit wordt gekeken of de gehanteerde methodiek aansluit bij de gehanteerde methodiek conform de grondleggers.

Daarna wordt gekeken hoe de parameters uit het waarderingshandboek die de meeste invloed hebben op de waarde zijn bepaald en of dit overeenkomt met de theorie. Het gaat hier niet om de parameter zelf, maar om hoe deze is bepaald. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een deelconclusie op basis van de beantwoording van de tweede deelvraag.

4.2 Taxatiestandaarden

4.2.1 De theorie

Omdat deze scriptie betrekking heeft op de berekening van de waarde, wordt alleen gekeken naar het tot stand komen van de waarde. Eventuele rapportagevereisten en regels ten behoeve van de onafhankelijkheid en professionaliteit worden buiten beschouwing gelaten. Bij het taxeren van een vastgoedobject is belangrijk om vast te stellen welk waardebegrip wordt gehanteerd. Dit omdat het waardebegrip aangeeft onder welke assumpties een theoretische transactie dient plaats te vinden. Volgens de IVS-definitie is de basis van de waarde een verklaring van de belangrijkste uitgangspunten voor wat betreft de metingen van een taxatie (RICS, 2014).

In de belangrijkste taxatiestandaarden (IVS, EVS en NRVT) wordt de definitie “marktwaarde” gehanteerd, die aansluit bij de acht assumpties; bereidwillige koper, bereidwillige verkoper, na behoorlijke marketing, in een zakelijke transactie, overdracht op taxatiedatum, kennis van zaken, prudent en niet onder dwang wordt gehandeld. Op basis hiervan weet een opdrachtgever bij een taxatie op marktwaarde hoe de waarde tot stand komt en onder gestanddoening van welke assumpties.

Bij een marktwaarde taxatie wordt verondersteld dat een theoretische transactie tot stand komt waarbij partijen met kennis van zaken handelen.

Volgens Taxatieleer 1 kan dan worden verondersteld dat koper en verkoper voldoende ter zake kundig zijn, op de hoogte zijn van de gebruiksmogelijkheden en dat er gestreefd wordt naar de beste prijs gezien haar positie als koper of verkoper.

Bij een taxatie waarbij het waardebegrip marktwaarde betreft, wordt er altijd uitgegaan van de optimale aanwending (highest and best use) van het vastgoedobject. Optimale aanwending is te definiëren als:

> *"Optimale aanwending is de meest waarschijnlijke bestemming van een onroerende zaak welke binnen een reeks aan gebruiksmogelijkheden op basis van haar fysieke, economische, sociale en juridische kwaliteit mogelijk is, en welke resulteert in een zo hoog mogelijk vastgestelde waarde van de onroerende zaak"* (Van Arnhem, Berkhout, & Ten Have, Taxatieleer Vastgoed 1, 2013, p. 64).

Bij een taxatie kan alleen rekening worden gehouden met de optimale aanwending indien de gebruiksmogelijkheden worden geanalyseerd. Hiervoor dient de taxateur onderzoek te doen naar de fysieke, economische en juridische mogelijkheden.

Het waarderingshandboek

Het waarderingshandboek betreft meer een taxatierichtlijn dan een taxatiestandaard. In het waarderingshandboek staan een aantal concrete aspecten waaraan de taxatie dient te voldoen; voorgeschreven parameters, een taxatiemethodiek en beschouwingsperiode.

In het waarderingshandboek staat aangegeven dat het waarderingshandboek ten aanzien van de verschillende waardebegrippen zich aansluiten bij de Internationale richtlijnen, zoals die zijn vastgelegd door de IVS en EVS. De definitie marktwaarde is in het waarderingshandboek als volgt gedefinieerd:

> *"Het geschatte bedrag waarvoor het object op de waardepeildatum, na behoorlijke marketing, zou worden overgedragen in een marktconforme transactie tussen een bereidwillige koper en een bereidwillige verkoper, waarbij de partijen zouden hebben gehandeld met kennis en zaken, prudent en niet onder dwang."*

Deze marktwaarde komt tot stand door middel van een modelmatige berekening. Hierbij is aangegeven dat het waarderingshandboek gebruik maakt van marktgegevens om op basis hiervan het marktconformiteitsbeginsel te waarborgen. Bij deze modelmatige waardering wordt geen rekening gehouden met de optimale aanwending.

De vergelijking

Op basis van de theorie kan gesteld worden dat er een aantal verschillende zijn tussen de taxatiestandaarden en het waarderingshandboek. In eerste instantie komt het waardebegrip zoals die staat beschreven niet geheel overeen met het waardebegrip van de IVS. In het waarderingshandboek wordt voorbijgegaan aan de assumptie *"in een zakelijke transactie"*. Echter, wordt in het waarderingshandboek wel aangegeven dat zij zich aansluiten bij de definitie conform de IVS en EVS. In de eerste versie van het waarderingshandboek was deze assumptie wel overgenomen.

In tweede instantie betreft het een waarde die modelmatig wordt vastgesteld. Bij een modelmatig taxaties worden systematisch waarderingen uitgevoerd van een groot aantal vastgoedobjecten, op een bepaalde waardepeildatum, op basis van een gestandaardiseerde procedure en statische controles (Wessels, 2012). Hierbij is het van belang dat er wordt gewerkt met een betrouwbare database om de betrouwbaarheid van de uitkomsten te vergroten. Echter, blijkt dat data bij veel woningcorporaties een aandachtspunt betreft. Dit gaat ten koste van de betrouwbaarheid van de uitkomsten. Daarnaast betreft het een gestandaardiseerde procedure die geen rekening houdt met uitzonderingen. Hierdoor wordt bij een modelmatige taxatie geen rekening gehouden met de optimale aanwending.

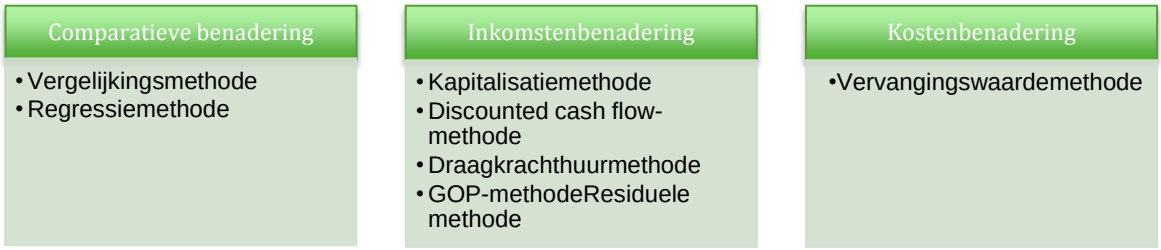
4.3 Taxatiemethodiek

In deze paragraaf wordt op basis van literatuuronderzoek onderzocht of de taxatiemethodiek die wordt voorgeschreven door het waarderingshandboek om woningcomplexen te taxeren, aansluit met methodiek die volgens de literatuur het meest passend is.

4.3.1 De theorie

De taxatiestandaarden schrijven geen specifieke methodiek voor om tot een taxatie te komen. In het NRVT Reglement Bedrijfsmatig Vastgoed, vastgesteld 19 november 2015 in artikel 15.5 staat dat de waarderingsmethodiek wordt bepaald door de taxateur aan de hand vastgoedeigenschappen en beschikbare data (NRVT, 2015, p. 32). De RICS schrijft in het Red Book eveneens geen methode voor. In het Red Book wordt aangegeven dat de taxateur moet kunnen verantwoorden waarom die voor een methode heeft gekozen (RICS, 2014, p. 120).

Uiteindelijk dient de methodiek als doel om tot een benadering van een waarde te komen, in dit geval de marktwaarde. In Nederland wordt gebruik gemaakt van drie taxatiebenaderingen, namelijk de comparatieve benadering, de inkomstenbenadering en de kostenbenadering. Bij elke benadering zijn vervolgens verschillende soorten van taxatiemethodieken mogelijk.



Figuur 6: Taxatiebenaderingen en –methoden

In het boek Taxatieleer 2 wordt door J. Brons aangegeven dat de waarde van een woningcomplex wordt benaderd door middel van de inkomstenbendering. Binnen deze benadering wordt de markthuur en leegwaarde (waarde vrij van huur en gebruik van de woningen) comparatief benaderd. De gehanteerde taxatiemethodiek voor de inkomstenbenadering betreft de Discounted Cash Flow (DCF). Bij de DCF-methodiek wordt de waarde bepaald aan de hand van kasstromen die contant worden gemaakt door middel van een markconforme disconteringsvoet (Brons, 2015, p. 227). Er wordt gebruik gemaakt van deze methodiek omdat de kasstromen van een woningcomplex een hoge volatiliteit kennen. Deze wordt veroorzaakt door de huurmutaties en verkooptransacties. De

huurwaarde en de leegwaarde van de eenheden worden benaderd door middel van de comparatieve methode. Bij een woningcomplex kan, in tegenstelling tot een kantoor-/winkelobject, in delen (uitponden) worden verkocht. Hierdoor is de taxatie gecompliceerder en prevaleert een meer gedetailleerde (expliciete) methodiek; de DCF-methodiek.

In de taxatierichtlijnen van de IPD Vastgoedindex 2013 wordt voor woningcomplextaxaties eveneens de DCF-methodiek voorgeschreven met een minimale beschouwingsperiode van 10 jaar. Hiervoor is gekozen om te komen tot een grotere transparantie en een betere onderlinge vergelijkbaarheid van de taxaties onderling (IPD BeNeLux, 2013).

4.3.2 Het waarderingshandboek

In het waarderingshandboek wordt de inkomstenbenadering voorgeschreven, met als methodiek de DCF met een beschouwingsperiode van vijftien jaar. In het rapport van Ortec Finance “Analyse individuele waarderingshandboeken” wordt niet specifiek aangegeven waarom is gekozen voor deze methodiek en beschouwingsperiode. In dit rapport wordt wel aangegeven dat dat ze de waarderingshandboeken van de woningcorporaties hebben geanalyseerd die als gevolg van de verslagleggingsrichtlijn RJ 213509 c, reeks de marktwaarde taxeerde op basis van de DCF-methode (Buffing, Achterveld, & Conijn, Analyse individuele waarderingshandboeken, 2014, p. 5). Volgens de Handreiking voor het toepassen van RJ 645 wordt aangesloten bij de gangbare uitgangspunten van de IPD voor woningcorporaties. Dit betreft een beschouwingsperiode van 15 jaar (CFV, 2011, p. 55).

Daarnaast biedt het waarderingshandboek woningcorporaties de mogelijkheid om hun verhuurde vastgoed te taxeren op basis van twee varianten, de basis en full versie.

> *“Er is een balans gezocht tussen enerzijds uniformering van de waardering en anderzijds ruimte voor maatwerk. Uniformering waar mogelijk om de transparantie en de onderlinge vergelijkbaarheid te bevorderen. Maatwerk waar nodig om desgewenst rekening te kunnen houden met specifieke omstandigheden. Daarnaast biedt maatwerk de mogelijkheid om tot grotere nauwkeurigheid van de waardering te komen, binnen de algemene kaders ten behoeve van de uniforming. Dit gaat met hogere lasten voor de toegelaten instelling gepaard, maar daar staat de mogelijkheid tot een betere vastgoedsturing tegenover* (Minister voor Wonen en Rijksdienst, 2015)*”.*

Hiermee wordt de mogelijkheid geboden om met een full versie taxatie tot een grotere nauwkeurigheid te komen.

4.3.3 Vergelijking

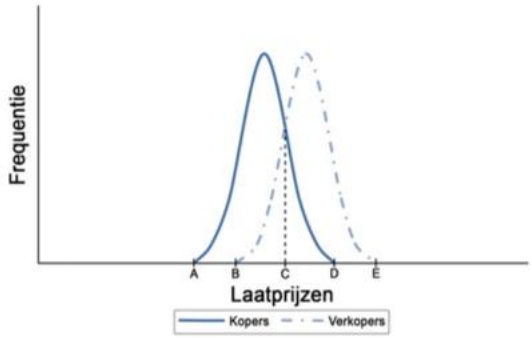
Op het gebied van voorschrijven van een waarderingsmethodiek, gaat het waarderingshandboek verder dan de RICS en het NRVT. Dit is echter niet geheel ongebruikelijk. Immers, in de richtlijnen van de IPD wordt ook een waarderingsmethodiek voorgeschreven voor de taxatie van woningcomplexen. De reden hiervoor is, dat het voorschrijven van een methodiek de uniformiteit van de taxaties vergroot. Zodoende is het mogelijk de taxaties onderling te vergelijken en in een benchmark te waarborgen (IPD BeNeLux, 2013). In de taxatierichtlijnen van de IPD, wordt echter geen vaste beschouwingsperiode voorgeschreven.

Uit literatuuronderzoek blijkt dat over het algemeen woningcomplexen worden getaxeerd op basis van de DCF-methodiek. In de taxatierichtlijnen van de IPD wordt eveneens de DCF-

methodiek verplicht voorgeschreven. Op basis hiervan kan de eerste deelconclusie worden getrokken dat de gehanteerde waarderingsmethodiek door het waarderinghandboek overeenkomt met wat op basis van theorie gebruikelijk is.

Daarnaast biedt het waarderingshandboek twee manieren om het vastgoed te taxeren, waarbij de full versie tot een grotere nauwkeurigheid komt. Dit impliceert dat de keuze tussen de basis en de full versie invloed kan hebben op de uiteindelijke waarde van het vastgoed. Uit een analyse van Ortec blijkt dat de basis versie over het algemeen bij grotere woningcorporaties iets hoger wordt gewaardeerd dan bij de full versie, namelijk 2,8 procent. Dit onderzoek is verricht door middel van backtesting bij 24 woningcorporaties met 586.147 woningen, verdeeld over 9.295 complexen (Havekes, 2016).

Bij het waardebegrip marktwaarde wordt verondersteld dat de theoretische transactie tot stand komt, waarbij partijen met kennis handelen. Conform het Red Book dient de taxateur hierbij rekening te houden met alle factoren die van toepassing zijn bij de vorming van een bod door een marktdeelnemer als geheel, en bij optimaal gebruik (RICS, 2014). Indien conform het waarderingshandboek twee marktwaardes mogelijk zijn, is dit strijdig met het waardebegrip marktwaarde conform de IVS. Immers, bij marktwaarde wordt verondersteld dat er een “bereidwillige koper” is. Dit betekent dat de koper gemotiveerd is om te kopen, maar niet verplicht. Hierbij zal de koper het vastgoedobject niet tegen elke prijs kopen. Daarnaast wordt bij het waardebegrip marktwaarde ook verondersteld dat er een “bereidwillige verkoper” is. De verkoper is gemotiveerd om het vastgoedobject te verkopen. Hierbij zal de verkoper het object weer niet tegen elke prijs willen verkopen. De marktwaarde (evenwichtsprijs) komt tot stand bij het punt (c) waarbij de bereidwillige koper als de bereidwillige verkopers bij elkaar komen (Grevelink, 2015). De grafiek laat tevens zien dat er geen twee punten zijn waarbij beide lijnen bij elkaar komen. Dit impliceert dat het niet mogelijk om twee marktwaardes te rapporteren onder dezelfde uitgangspunten.



Grafiek 1 theorie evenwichtsprijs (bron: Grevelink, 2015)

4.4 Parameters

In deze paragraaf worden de belangrijkste voorgeschreven modelparameters uit het waarderingshandboek vergeleken met de modelparameters zoals deze gehanteerd worden conform de taxatieleer. Op de website woningwet2015 staat dat de objectgegevens; leegwaarde, huidige huur, eindwaarde en mutatiegraad de meeste invloed hebben op de marktwaarde (Inspectie Leefomgeving en Transport, 2016). Naast deze modelparameters

wordt in deze scriptie gekeken naar de disconteringsvoet, omdat deze parameter de laatste jaren onderhevig is aan discussies en van aanzienlijke invloed kan zijn op de marktwaarde.

In deze paragraaf worden de parameters kwalitatief geanalyseerd. Hierbij wordt een analyse gemaakt van hoe de parameters zijn bepaald voor het waarderinghandboek en hoe parameters conform de theorie bepaald dienen te worden.

4.4.1 Leegwaarde

Taxatieleer

Zoals reeds aangegeven wordt een woningcomplex getaxeerd op basis van de DCF-methodiek. Bij deze methodiek worden verschillende kasstromen inzichtelijk en contant gemaakt naar de waardepeildatum. De inkomsten bij een woningcomplex kunnen worden gegenereerd uit twee scenario's; uitponden en doorexploiteren. Bij het uitpondscenario is de leegwaarde van grote invloed, namelijk elke woning wordt bij mutatie vrij van huur en gebruik verkocht aan de markt. Dit wordt in de literatuur uitponden genoemd.

> "*Uitponden is het verkopen uit een vastgoedobject van de percelen aan de zittende huurders of aan de meestbiedende gegadigden bij verkoop in onverhuurde staat, na beëindiging van de huurovereenkomst met de zittende huurders* (Brons, 2015, p. 271)*"*

Indien de woning bij mutatie wordt wederverhuurd in plaats van verkocht, wordt dit het doorexploitatiescenario genoemd. De geschatte verkoopprijs kosten koper, vrij van huur en gebruik en overige lasten, ook wel de leegwaarde genoemd, wordt bepaald door middel van de comparatieve benadering met als methodiek de vergelijkingsmethode (Brons, 2015, p. 271). Bij de vergelijkingsmethode vergelijkt de taxateur het getaxeerde object met meerdere vergelijkbare objecten (referentieobjecten) waarvan de transactieprijs bekend is. Omdat vastgoed heterogeen is, zijn de referenties onderling niet een op een vergelijkbaar.
Om de referentieobjecten vergelijkbaar te krijgen, corrigeert de taxateur de kenmerken van de referentieobjecten. Kenmerken van de referentieobjecten zijn onder andere datum van transactie, locatie, voorzieningen, onderhoud, grootte en erfpacht. Op basis hiervan acht de taxateur de markt zo goed mogelijk te simuleren (Van Arnhem, Berkhout, & Ten Have, Taxatieleer Vastgoed 1, 2013).

Waarderingshandboek

In het waarderingshandboek wordt de leegwaarde gelijk gesteld aan de geïndexeerde waarde van de wet waardering onroerende zaken (WOZ). Hierbij wordt de WOZ-beschikking met als waardepeildatum 1 januari 2014 als uitgangspunt gehanteerd. De reeks waarmee de WOZ-waarde geïndexeerd wordt, is voorgeschreven door het waarderingshandboek en is afhankelijk van de provincie of stad.

De WOZ-waarde wordt bepaald onder de gestanddoening van een aantal ficties. In artikel 17 Wet WOZ staat hoe de waarde wordt bepaald:

> *"De waarde wordt bepaald op de waarde die aan de onroerende zaak dient te worden toegekend, indien de volle en onbezwaarde eigendom daarvan zou kunnen worden overgedragen en de verkrijger de zaak in de staat waarin die zich bevindt, onmiddellijk en in volle omvang in gebruik zou kunnen nemen."*

De overdrachts- en verkrijgingsfictie maken onderdeel uit van deze beschrijving. Bij de overdrachtsfictie wordt een volle en onbezwaard eigendom verondersteld. Op basis hiervan wordt er geen rekening gehouden met omstandigheden die van invloed kunnen zijn op de waarde, zoals erfpacht of huurovereenkomsten. Bij de verkrijgingsfictie wordt verondersteld dat de woning onmiddellijk in gebruik kan worden genomen. De WOZ-waarde wordt veelal modelmatig bepaald, waarbij de uitkomsten worden gecontroleerd (woz-informatiepunt, 2016).

Vergelijking

Bij modelmatig taxeren is de output afhankelijk van de input. Een van de belangrijkste inputvariabele betreft de leegwaarde. Het grootste verschil tussen de leegwaarde zoals die wordt vastgesteld conform de taxatieleer en het waarderingshandboek betreft het waardebegrip. De WOZ-waarde gaat in tegenstelling tot de leegwaarde conform de taxatieleer uit van de overdrachts- en verkrijgingsfictie. Hierdoor komt bij de gemeenten die erfpacht hanteren de WOZ-waarde niet altijd overeen met de leegwaarde.

De gehanteerde WOZ-waarde met als peildatum 1 januari 2014 dient geïndexeerd te worden naar waardepeildatum 31 december 2015. Echter, voor de stad Groningen wordt dezelfde index gebruikt als voor de overige steden en dorpen in de provincie Groningen (De Minister voor Wonen en Rijkdienst, 2015).

4.4.2 Markthuur van woningen

Taxatieleer

De markthuur is in het Red Book als volgt gedefinieerd:

> *"Het geschatte bedrag waarvoor een object op de taxatiedatum verhuurd zou kunnen worden tussen een bereidwillige verhuurder en een bereidwillige huurder op passende huurvoorwaarden in een marktconforme transactie, na behoorlijke marketing waarbij de partijen geïnformeerd, zorgvuldig en zonder dwang hebben gehandeld."* (RICS, 2014, p. 60).

De definitie markthuur komt in hoofdlijnen overeen met de definitie marktwaarde. Echter, bij markthuur betreft het geen kooptransactie, maar een huurtransactie. De markthuur wordt bepaald om aan te geven waarvoor een leegstaande ruimte opnieuw verhuurd kan worden.

Voor het vaststellen van de markthuur wordt de comparatieve benadering gehanteerd met als methodiek de vergelijkingsmethodiek. Hierbij wordt een vergelijking gemaakt tussen het te taxeren object en de vergelijkbare huurtransacties in de directe omgeving. Door middel van op- en afslagen voor de vastgoedkenmerken worden de referenties vergelijkbaar gemaakt (Van Arnhem, Berkhout, & Ten Have, Taxatieleer Vastgoed 1, 2013).

Waarderingshandboek

Volgens het waarderingshandboek betreft de markthuurwaarde de (kale) huurprijs die bij optimale marketing en verhuur kan worden behaald op de waardepeildatum. Uit een analyse die Ortec Finance heeft gemaakt op basis van bestaande waarderingshandboeken van woningcorporaties blijkt dat de markthuur wordt bepaald op basis van een modelmatige waardering, dan wel door het gebruik maken van een vast percentage van de leegwaarde. Mede op basis van deze analyse, heeft Ortec Finance naar het Centraal Fonds Volkshuisvesting geadviseerd om in het waarderingshandboek de markthuur te bepalen door een percentage van de leegwaarde te gebruiken (Ortec Finance, 2015, p. 13).

Uiteindelijk is dit advies door het CFV overgenomen en verder uitgewerkt. De hoogte van dit percentage is afhankelijk van de leegwaarde (16 klassen), het bouwjaar (zes klassen), het woningtype (2 types), de oppervlakte (6 klassen) en de ligging (40 COROP-gebieden). Voor het vaststellen van het percentage zijn de gegevens van de Nederlandse Vereniging van Makelaars (NVM) gebruikt. Deze dataset bestond uit de gerealiseerde markthuren van woningen per maand over de periode januari 2013 tot en met juni 2015. (De Minister voor Wonen en Rijkdienst, 2015).

Vergelijking

Conform de theorie dient de markthuur comparatief benaderd te worden. Het waarderingshandboek gebruikt een percentage van de leegwaarde. Dit percentage is comparatief bepaald door middel van referenties uit de database van de NVM. Op basis hiervan kan geconcludeerd worden dat de benadering van de markthuur in het waarderingshandboek in overeenstemming is met de taxatieleer. Echter, bij het waarderingshandboek is de markthuur onder andere afhankelijk van de leegwaarde. Omdat bij het waarderingshandboek de WOZ-waarde van een woning als leegwaarde wordt gehanteerd, is de kwaliteit van markthuur afhankelijk van de WOZ-waarde. In de vorige

alinea is reeds geconcludeerd dat de WOZ-waarde en de daarbij behorende index niet altijd overeenkomt met de daadwerkelijke waarde van de woning vrij van huur en gebruik.

4.4.3 Mutatiekans

Taxatieleer

De mutatiekans is het percentage van het aantal woningen dat gedurende de beschouwingsperiode leeg komt te staan. De leegstaande woningen worden vervolgens verkocht of wederverhuurd (Brons, 2015). De IPD maakt onderscheid tussen de huur mutatiegraad en de koop mutatiegraad. Bij de verkoop mutatiegraad is het ook mogelijk om gebruik te maken van de extra verkoop mutatiegraad. Dit betreft de extra verkopen aan de zittende huurders. De mutatiegraad wordt vaak ingeschat op basis van de gemiddelde mutatiegraad van de afgelopen vijf jaar. Echter, zijn de resultaten uit het verleden niet altijd representatief voor de toekomst (Kasteel, 2013). Bij nieuwbouwcomplexen is het lastig om naar het verleden te kijken, omdat hier over het algemeen de mutatiegraad lager is. Daarnaast zijn er meer verhuizingen in economische goede tijden dan in slecht tijden.

Waarderingshandboek

In het waarderingshandboek wordt bij de mutatiekans onderscheid gemaakt tussen de mutatiekans in het doorexploitatiescenario en het uitpondscenario. Bij het doorexploitatiescenario wordt de gemiddelde mutatiekans van het vastgoedobject van de afgelopen vijf jaar aangehouden. Bij het uitpondscenario wordt bij het eerste jaar een opslag van 2 procent gehanteerd, indien het een onaangebroken vastgoedcomplex betreft. In de periode jaar 2 tot en met 5 wordt de gemiddelde mutatiegraad van de afgelopen 5 jaar gevolgd, terwijl de mutatiegraad in de laatste jaren wordt verlaagd naar 70 procent.

Vergelijking

Ten opzichte van de taxatieleer zijn er twee grote verschillen die van invloed kunnen zijn op de waarde van het vastgoedobject. In eerste instantie wordt de gemiddelde mutatiegraad van de afgelopen vijf jaar deels bepaald door het beleid van de woningcorporatie. Woningcorporaties verhuren de woningen over het algemeen niet tegen de markthuur. Volgens de Aedes bedraagt de gemiddelde huur van een corporatiewoning 492 euro per maand. Dit betreft circa 70% van de maximale huur, op basis van het woningwaarderingsstelsel, die woningcorporaties kunnen vragen (Aedes, 2016). Omdat de huurders tegen een relatief lage huurprijs de woning huren zijn zij ook minder snel geneigd om te verhuizen. Dit resulteert in een lage mutatiegraad. Bij een taxatie op marktwaarde wordt ervan uitgegaan dat de woningen, bij mutatie, tegen de markthuur worden verhuurd. Hierdoor zijn huurders sneller geneigd om te verhuizen. Dit resulteert in een hogere mutatiegraad. Op basis hiervan is het niet rechtvaardig om de mutatiegraad van het afgelopen vijf jaar te hanteren. Ten tweede wordt er geen rekening gehouden met specifieke situaties die betrekking hebben op het vastgoedobject en economische omstandigheden.

4.4.4 Disconteringsvoet

Taxatieleer

Een transactie komt tot stand door het handelen van mensen met als doel je eigen positie te verbeteren, dit kan bijvoorbeeld door middel van een belegging. *“Een belegger investeert vermogen in vastgoed om uit de kasstromen van het vastgoed gedurende een bepaalde*

periode, exploitatieperiode, een rendement te realiseren (Vlek, 2009). Het verwachte rendement is voor een taxateur van belang bij zijn taxatie, omdat deze is afgeleid van reeds gerealiseerde transacties. Het verwachte rendement is gedefinieerd als:

> *"Het rendement dat door de belegger wordt voorspeld of verwacht op grond van de informatie die hij over het vastgoed heeft, waarbij de informatie is gebaseerd op de in de marktaanwezige kennis van belangrijke factoren die de waarde en cashflow van het vastgoedobject de komende jaren beïnvloeden."* (Van Arnhem, Berkhout, & Ten Have, Taxatieleer Vastgoed 1, 2013).

Bij de DCF-methodiek wordt dit rendement uitgedrukt als een yield-dcf, ook wel de disconteringsvoet genoemd. De disconteringsvoet (yield-dcf) is te definiëren als:

> *"het op het moment van verwerving geraamde beleggingsresultaat, uitgedrukt als percentage, dat gedurende de beschouwingsperiode op een investering in een vastgoedobject is te behalen"* (Van Arnhem, Berkhout, & Ten Have, Taxatieleer Vastgoed 1, 2013, p. 230).

In beginsel moet de disconteringsvoet worden afgeleid uit recente transacties van vergelijkbare objecten in dezelfde markt (van Gool, 2013). Volgens het IVSC dient de disconteringsvoet in beginsel overeen te komen met het rendementspercentage dat gehaald kan worden op een investering met een gelijk risicoprofiel. Echter, bij het bepalen van de marktwaarde is de disconteringsvoet afhankelijk van de risico's in de kasstromen. Een nagenoeg risicoloze kasstroom leidt tot een lagere disconteringsvoet dan een risicovolle kasstroom. Dit is ook meteen een nadeel van deze methode. Hieruit blijkt dat de marktconforme disconteringsvoet alleen geanalyseerd kan worden indien dezelfde risico's in de kasstromen worden gehanteerd.

De IPD schrijft in haar taxatierichtlijnen voor dat de disconteringsvoet idealiter gebaseerd dient te zijn op markttransacties. Indien er geen bruikbare referenties voorhanden zijn dient de disconteringsvoet te worden geschat. Een mogelijkheid om deze inschatting te maken is op basis van de stapelmethode (IPD BeNeLux, 2013).

Waarderingshandboek

De disconteringsvoet in het waarderingshandboek bestaat uit de zogenaamde stapel methode. Hierbij wordt de disconteringsvoet opgebouwd uit een risicoloze rente met een aantal risico opslagen. Uit de Analyse individuele waarderingshandboeken blijkt niet duidelijk hoe de opslagen voor de disconteringsvoet zijn bepaald. Zo wordt in de Analyse individuele waarderingshandboeken het volgende aangegeven:

> *"dat de disconteringsvoeten tussen taxateurs zich moeilijk met elkaar laten vergelijken"* en *"Uniforme richtlijnen ontbreken, waardoor diversiteit ontstaat en het lastig is om een gedegen vergelijking te krijgen"* (Buffing, Achterveld, & Johan, Analyse individuele waarderingshandboeken, 2014, p. 23).

Vergelijking

Prof. dr. P. Van Gool geeft in zijn artikel "PTA doet gevaarlijke, weinig, praktische aanbeveling" aan dat het onduidelijk is hoe bij de stapelmethode de risico-opslagen worden gebruikt. Tevens wordt er gesteld dat het risicovrij effectief rendement op de obligatiemarkt

weinig zegt over de marktwaarde van een specifiek vastgoedobject (Van Gool, 2015). Het onderzoek van G.A. Grevelink lijkt zijn eerste mening te onderschrijven. Uit zijn onderzoek over een marktconforme disconteringsvoet komt namelijk naar voren dat
"*de disconteringsvoet niet lijkt te veranderen als gevolg van een wijziging in de risicovrije rente. De correlatie tussen de risicovrije rente en de risicopremie is zeer negatief. De risicovrije rente en de risicopremie lijken zich als communicerende vaten te gedragen"* (Grevelink, 2015). In theorie zal bij deze methodiek de disconteringsvoet bij een dalende rente moeten dalen en de waarde van het vastgoed moeten wijzigen.

De gehanteerde stapelmethode voor het bepalen van de disconteringsvoet in het waarderingshandboek komt overeen met de taxatierichtlijnen van de IPD. Echter, dient de disconteringsvoet conform de richtlijnen van de IPD in eerste instantie te zijn gebaseerd op woningbeleggingstransacties. Uit het onderzoek van Grevelink blijkt tevens dat bij de stapelmethode altijd gerefereerd moet worden aan de markt, omdat blijkt dat bij een dalende rente de disconteringvoet niet per definitie daalt. Bij het waarderingshandboek is getracht de disconteringsvoet te benaderen door middel van de gehanteerde disconteringsvoeten uit voorgaande taxaties van taxateurs. Uit de analyse bleek dat de gehanteerde disconteringsvoeten zich moeilijk lieten vergelijken. Een dergelijk vergelijking is alleen mogelijk indien dezelfde rekenmodellen worden gehanteerd waarbij dezelfde risico's in de kasstromen worden verdisconteerd.

4.4.5 Eindwaarde

Taxatieleer

De eindwaarde wordt als volgt gedefinieerd als:

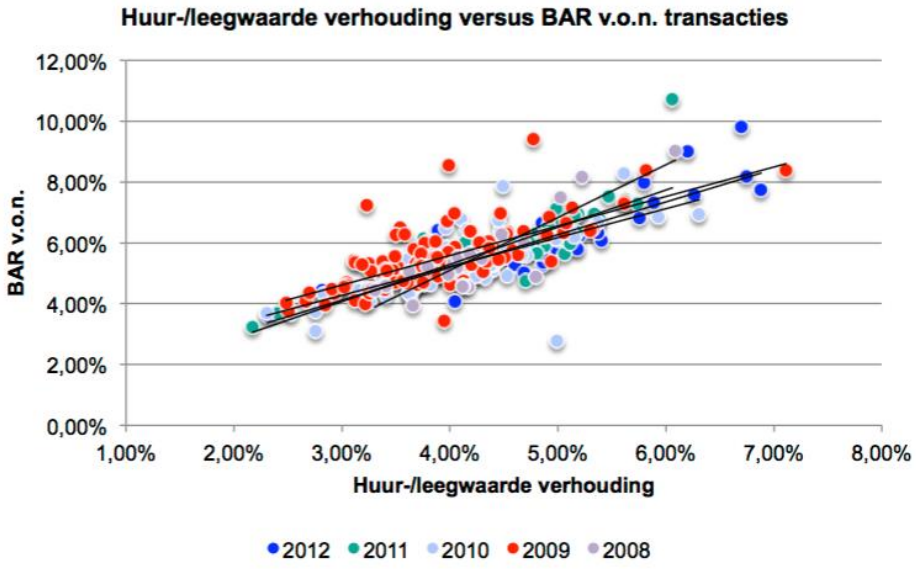
> *"het verwachte bedrag dat op de laatste dag van een beschouwende disconteringsperiode wordt overeengekomen voor een vastgoedobject tussen een willige verkoper en een willige koper, die op een gepaste afstand van elkaar staan, na een behoorlijke marketing en waarbij partijen met kennis, voorzichtigheid en zonder dwang handelen."* (Brons, 2015, p. 282)

Deze definitie komt in hoofdlijnen overeen met de marktwaardedefinitie, met als enige verschil dat deze transactie plaats vindt op de laatste dag van de beschouwingsperiode. Voor de berekening van de eindwaarde zijn er verschillende methodieken die gehanteerd kunnen worden, zoals de grond-opstalmethode, waardeontwikkelingsmethode (indexatiemethode), huidigewaardemethode, exit-yieldmethode, rendementswaardemethode en de leegwaarderatiomethode (Smulders, 2013).

De methodiek die door de markt het meest wordt gebruikt betreft de exit-yield. Uit onderzoek van K.K. Sauberborn over "standaardisatie in vastgoedtaxaties" blijkt dat negen van de tien ondervraagde taxatiebureaus gebruik maakt van een exit-yield (Sauerborn, 2014). Taxateurs die woningcomplexen taxeren voor de IPD Nederlandse Vastgoed Index dienen conform de taxatierichtlijnen van de IPD een exit-yield te rapporteren.

Uit onderzoek van Smulders over de exit-yield blijkt dat op basis van theorie het de voorkeur heeft om de exit-yield uit te drukken op basis van een bruto aanvangsrendement vrij op naam. Dit om een zuiver vergelijk tussen woningcomplexen mogelijk te maken. Bij het bepalen van de exit-yield wordt in de meeste gevallen de opslagmethode gebruikt. Hierbij wordt gemiddeld genomen een relatieve opslag van totaal 1,11% of een absolute opslag van

0,10% per jaar gehanteerd. Deze opslag wordt gehanteerd vanwege de veroudering van het woningcomplex. In dit onderzoek wordt hierbij door Smulders een kanttekening gemaakt omdat deze opslagen op hetzelfde niveau zijn als bij kantoren. Dit terwijl kantoren sneller verouderen dan woningcomplexen.
In ditzelfde onderzoek wordt gesteld dat bij het bepalen van de exit-yield het essentieel is om de huur-/leegwaarde verhouding te analyseren. Op basis van transacties blijkt er een duidelijke samenhang te zijn tussen de huur-/leegwaarde verhouding en het bruto aanvangsrendement. Een lagere huur-/leegwaarde verhouding resulteert gemiddeld genomen in een lage bruto aanvangsrendment en vice versa (Smulders, 2013).

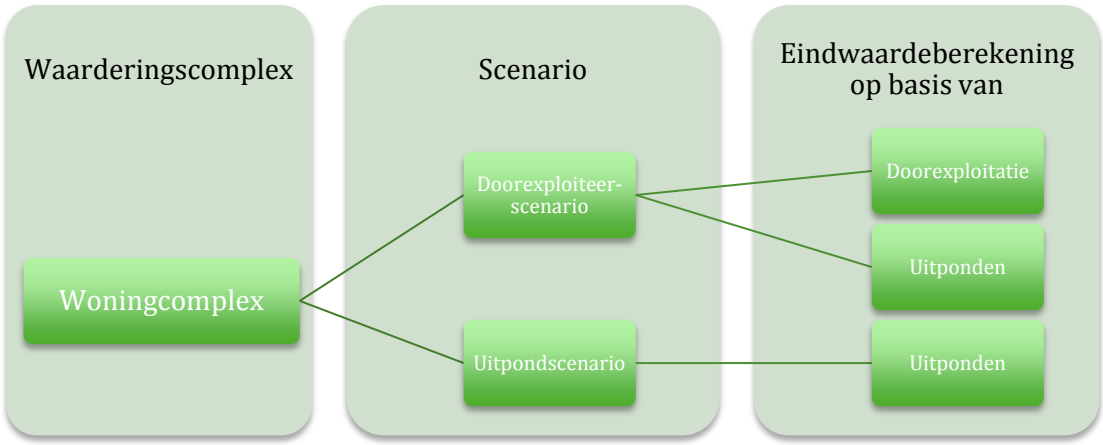


Figuur 7: Huur-/leegwaarde verhouding versus BAR v.o.n. transacties (bron: Smulders)

Het waarderingshandboek

In het waarderingshandboek wordt de eindwaarde bepaald door alle afzonderlijke kasstromen in het laatste jaar van de beschouwingsperiode te delen door de disconteringsvoet gecorrigeerd met de groeivoet van deze afzonderlijke kasstroom. In het waarderingshandboek wordt onderscheid gemaakt tussen het doorexploitatiescenario en het uitpondscenario. Bij het doorexploitatiescenario wordt verondersteld dat vanaf jaar 16 wederom sprake is van voortdurende doorexploitatie. Daarnaast heeft de woningcorporatie bij het doorexploitatiescenario de keuze om de eindwaarde te berekenen op basis van uitponding. Indien voor dit scenario wordt gekozen, is de eindwaarde gelijk aan de hoogste waarde van deze twee berekeningen. Indien hiervoor niet wordt gekozen wordt de eindwaarde bij het doorexploitatiescenario berekend op basis van doorexploiteren.

Bij de eindwaarde in het uitpondscenario heeft de woningcorporatie geen keuze. De eindwaarde is gebaseerd op het verder uitponden van het vastgoedcomplex, waarbij de berekening is gebaseerd op een mutatiekans van 50 procent ten opzichte van de mutatiekans bij het doorexploiteerscenario. Onderstaand worden de opties schematisch weergegeven.



Figuur 8: eindwaarde mogelijkheden (bron: waarderingshandboek, eigen bewerking)

Vergelijking

Het grote verschil tussen de eindwaarde op basis van de taxatieleer en het waarderingshandboek is de methodiek. Conform de taxatieleer zijn er verschillende methodieken, waarbij de exit-yield het meest voorkomt. De exit-yield betreft een inputvariabele waarmee de eindwaarde wordt berekend. Bij het waarderingshandboek komt de eindwaarde tot stand als output en derhalve is het niet mogelijk om de eindwaarde comparatief te analyseren op basis van de output parameters, zoals de huur-/leegwaarde ratio en de leegwaarderatio aan het einde van de beschouwingsperiode.

De definitie eindwaarde is gelijk aan de definitie marktwaarde, met als enig verschil dat de theoretische transactie plaats vindt aan het einde van de beschouwingsperiode. Bij de definitie marktwaarde wordt geredeneerd vanuit optimale aanwending. Op basis hiervan dient bij de eindwaarde het scenario die de hoogste waarde oplevert te worden aangehouden.

4.5 Conclusie

De tweede deelvraag in deze scriptie luidt:

“Sluit het waarderingshandboek aan bij de taxatieleer die in de hedendaagse praktijk wordt gebruikt?”

Het antwoord op deze deelvraag is dat het waarderingshandboek niet geheel aansluit bij de taxatieleer die in de hedendaagse praktijk wordt gebruikt. Deze conclusie kan worden getrokken op basis van de volgende punten:

1. **Waardebegrip**: in het waarderingshandboek wordt aansluiting gezocht bij de definitie marktwaarde, zoals die ook wordt gehanteerd door de IVS en EVS. Uit het literatuuronderzoek blijkt dat dit de juiste definitie is voor het sturen op rendement, vanwege het marktconformiteitsbeginsel. Daarnaast wordt dit waardebegrip ook gebruikt door professionele beleggers, waardoor onderlinge vergelijking mogelijk is.

2. **Basis en full versie:** Op basis van het waarderingshandboek is het mogelijk om tot twee marktwaarden te komen. In het waarderingshandboek wordt aangegeven dat bij een full versie taxatie rekening gehouden kan worden met specifieke omstandigheden en dat deze taxaties nauwkeuriger zijn dan taxaties op basis van de basis versie. Op basis van de marktwaarde definitie in de taxatieleer, is het niet mogelijk twee marktwaarden te rapporteren indien gebruik is gemaakt van dezelfde uitgangspunten.

3. **Methodiek**: de gehanteerde methodiek (DCF) in het waarderingshandboek is het meest passend om een woningcomplex te taxeren. In de taxatierichtlijnen van de IPD wordt dezelfde methodiek voorgeschreven. Het verschil tussen het waarderingshandboek en de IPD-taxatierichtlijnen is de voorschreven beschouwingsperiode. Het waarderingshandboek hanteert een 15-jarige DCF en de IPD-richtlijnen schrijven een 10-jarige DCF voor.

4. **Modelmatig taxeren**: De marktwaarde wordt conform de basis versie van het waarderingshandboek modelmatig benaderd. Een modelmatige taxatie gaat voorbij aan de optimale aanwending (highest and best use) van het vastgoedobject en houdt geen rekening met de specifieke omstandigheden.

   De kwaliteit van de uitkomst bij een modelmatige taxatie is afhankelijk van de kwaliteit van dataset. De kwaliteit van de data bij woningcorporaties is nu nog een aandachtspunt. Dit gaat ten koste van de kwaliteit van de betrouwbaarheid van de uitkomsten.

5. **Optimale aanwending (Highest and best use)**: in de basis versie van het waarderingshandboek wordt geen rekening gehouden met de optimale aanwending (highest and best use) van het vastgoedobject. Hier wordt aan voorbijgegaan omdat er geen onderzoek wordt verricht naar de gebruiksmogelijkheden van het vastgoedobject. Dit terwijl bij het waardebegrip marktwaarde altijd rekening gehouden dient te worden met de optimale aanwending van het vastgoedobject.

6. **Eindwaarde**: bij de eindwaardeberekening conform het waarderingshandboek heeft de woningcorporatie de keuze om bij het doorexploitatiescenario de eindwaarde te bereken op basis van uitponden of doorexploiteren. In dit geval is de hoogste waarde de eindwaarde. Indien de woningcorporatie niet voor deze mogelijkheid kiest, wordt de eindwaarde bij het doorexploiteren gebaseerd op het doorexploitatiescenario. Deze keuzemogelijkheid is strijdig met het principe van optimale aanwending, dat uitgaat van het scenario dat de hoogste waarde genereert.

7. **Leegwaarde**: In het waarderingshandboek wordt gebruik gemaakt van een geïndexeerde WOZ-waarde. De WOZ-waarde gaat uit van de overdrachts- en verkrijgingsfictie en derhalve wordt bijvoorbeeld geen rekening gehouden met erfpacht. Conform de taxatieleer moet de leegwaarde comparatief worden bepaald, rekening houdend met alle van toepassing zijnde bezwaren.

8. **Markthuur**: In de basis komt de benadering om te komen tot een markthuur bij het waarderingshandboek overeen met de theorie. In de theorie wordt de comparatieve benadering voorgeschreven. Echter, bij het waarderingshandboek wordt een percentage van de leegwaarde aangehouden als markthuur. Hierdoor is de kwaliteit van de markthuur afhankelijk van de kwaliteit van de leegwaarde. Echter, de leegwaarde wordt gebaseerd op de geïndexeerde WOZ-waarde en hierdoor is de kwaliteit van de markthuur afhankelijk van de kwaliteit van de leegwaarde.

9. **Mutatiekans**: In het waarderingshandboek wordt de gewogen mutatiegraad van de afgelopen vijf jaar als uitgangspunt gehanteerd. Conform de taxatieleer dient altijd rekening te worden gehouden met specifieke omstandigheden die betrekking hebben op het vastgoedobject en economische wijzigingen.

10. **Disconteringsvoet**: In het waarderingshandboek wordt de disconteringsvoet opgebouwd, conform de zogenoemde stapelmethode. Uit de nadere beschouwing blijkt dat de disconteringsvoet niet is herleid uit referenties. Conform de taxatieleer dient de disconteringsvoet herleid te worden uit marktreferenties.

5 Casestudie

5.1 Inleiding

In het vorige hoofdstuk is geconstateerd dat het waarderingshandboek een marktwaarde benaderd met als uitgangspunt dat er geen rekening wordt gehouden met de optimale aanwending van het vastgoedobject. De gehanteerde methodiek komt overeen met hetgeen dat het meest passend is voor de taxatie van een woningcomplex. Daarnaast zijn er een aantal verschillen geconstateerd bij de input parameters. Uiteindelijk dienen deze parameters als doel om te komen tot een marktwaarde.
In het waarderingshandboek wordt aangegeven dat de basis versie op portefeuilleniveau in lijn met ligt met de full versie. Echter, de verschillen tussen de basis en full versie op complexniveau kunnen groter zijn.

In deze casestudie wordt een vergelijking gemaakt tussen een basis en full versie waardering van een bestaande woningportefeuille van een woningcorporatie. Hierbij wordt gekeken naar de verschillen op portefeuille-/ en op complexniveau.

5.2 Kenmerken

Voor deze casestudie is een woningportefeuille gebruikt van een woningcorporatie met 196 woningcomplexen, bestaande uit 7.515 eenheden. Er is gekozen voor een portefeuille met een dergelijk omvang om op deze manier de verschillen tussen de waarden op portefeuille-/ en complexniveau goed inzichtelijk te krijgen. Bij een kleine portefeuille bestaat de kans dat een uitschieter het gemiddelde verstoord.

Om een goede vergelijking te maken zijn de bijzondere complexen, zoals standplaatsen en woningen voor statushouders, buiten de dataset gezet gelaten. Na deze correctie bestaat de dataset uit 189 woningcomplexen met totaal 7.832 woningen

De woningportefeuille is als volgt opgebouwd:

Omschrijving	
Aantal wooncomplexen	189 st.
Aantal woningen	7.382 st.
Gemiddeld aantal woningen per complex	39 st.
Geografische spreiding	7 plaatsen

Tabel 1: Kenmerken woningportefeuille casestudie

5.3 Methodiek

Bij deze casestudy is gebruik gemaakt van bestaande interne numerieke gegevens. De kwaliteit van de gegevens is intern beoordeeld bij het uitvoeren van de full-versie taxaties. Het taxatiemanagementsysteem (TMS) waarin de taxaties zijn uitgevoerd is extern gecertificeerd. Om een goede vergelijking te maken zijn de bijzondere complexen, zoals standplaatsen en woningen voor statushouders, buiten de dataset gezet gelaten.

De taxatie is uitgevoerd op basis van de full versie, waarbij naar inzicht van de taxateur de vrijheidsgraden zijn aangepast. Binnen het TMS van Ortec is het mogelijk om de marktwaarden op basis van de basis en full versie met elkaar te vergelijken.

Om de afwijkingen inzichtelijk te maken is er gebruik gemaakt van een histogram. Omdat elk complex een andere afwijking heeft, is er gebruik gemaakt van een klassenindeling om de gegevens overzichtelijk te presenteren. Bij de indeling van de klassen is er rekening mee gehouden dat kleinere afwijkingen meer voorkomen dan de grotere afwijkingen.

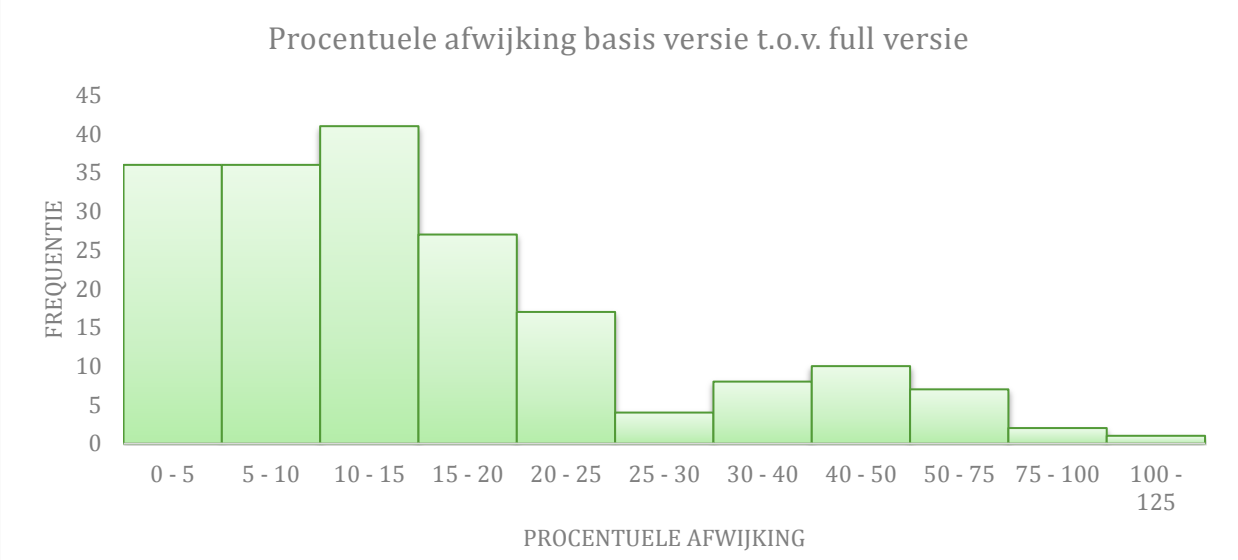
Nadat de klassenindeling is bepaald is er gekeken hoe vaak een bepaalde afwijking binnen een van de klassen voorkomt. Dit wordt ook wel de frequentie genoemd. Om iets meer over de verdelingen te zeggen zijn er een aantal maatstaven berekend, namelijk het gemiddelde, de mediaan en de kwadranten.

De mediaan is de middelste waarneming, 50 procent van de waarnemingen bevindt zich boven dan wel onder deze waarnemingen. Hetzelfde geldt voor de kwadranten. Bij het eerste kwadrant zijn 25 procent van de waarnemingen lager en bij het derde kwadrant zijn 75 procent van de waarnemingen minder (ASRE, 2015).

5.4 Resultaten

Het verschil tussen beide varianten bedraagt 7,44 procent op portefeuilleniveau. Hierbij dient te worden opgemerkt dat in werkelijkheid de afwijking hoger is, echter heffen de positieve en negatieve afwijkingen elkaar op. Indien er wordt gekeken naar het gemiddelde, waarbij de negatieve afwaardering positief is gemaakt, betreft de afwijking 13,8 procent. De grootste afwijking op objectniveau is 108,9 procent en de kleinste afwijking is bij 0 procent (0,02 procent).

In onderstaande grafiek zijn door middel van een staafdiagram de verschillen op complexniveau inzichtelijk gemaakt. In deze grafiek is duidelijk te zien dat het merendeel van de complexen bij de basis versie een afwijkingen heeft ten opzichte van full versie. De meeste afwijkingen bevinden zich in de klassenindeling 10 tot 15 procent.



Grafiek 2: Procentuele afwijking basis versie t.o.v. full versie

In onderstaande tabel worden de belangrijkste maatstaven van de afwijkingen weergegeven. Zoals bovenstaande tabel laat zien, is de spreiding tussen de basis en full versie groot.

Slechts 25 procent van de getaxeerde complexen wijkt 6,8 procent of minder af van de basis versie. Meer dan 50 procent van de complexen heeft een afwijking die gelijk is aan of hoger is dan 12,8 procent.

Omschrijving	Eenheid
Gemiddelde (gewogen) afwijking	7,44%
Gemiddelde afwijking	13,8%
Hoogste afwijking	108,90%
Q3	20,4%
Mediaan	12,8%
Q1	6,8 %
Laagste afwijking	0,02%

Tabel 2: Uitkomsten casestudie

5.5 Conclusie

De belangrijkste conclusies die kunnen worden getrokken op basis van deze casestudy zijn:

- De marktwaarde van de full en basis versie kunnen van elkaar verschillen;
- Op objectniveau zijn tussen beide versies grote afwijkingen (meer dan 100 procent) mogelijk;
- Slechts 25 procent van de getaxeerde complexen wijkt 6,8 procent of minder af van de basis versie.

6 Expertinterviews

6.1 Inleiding

In hoofdstuk vier is vastgesteld dat enkele parameters die voorgeschreven zijn in het waarderingshandboek wel, en een aantal parameters die voorgeschreven zijn niet in lijn liggen met de huidige taxatieleer. In het vorige hoofdstuk is beschreven hoe een taxatie op basis van de basisversie zich verhoudt ten opzichte van een taxatie op basis van een full versie.

In dit hoofdstuk wordt gekeken of de bevindingen op basis van het literatuuronderzoek en de casestudie overeenkomen met de praktijk. Om dit te toetsen, worden de onderzoeksresultaten uit het theoretische gedeelte en de casestudie voorgelegd aan de praktijk door middel van expertinterviews met gebruikers van het waarderingshandboek. Alle geïnterviewde experts hebben ruim ervaring met het taxeren van woningcomplexen. De deskundigheid van de experts is getoetst door middel van hun registratie in de kamer Bedrijfsmatig Vastgoed – Grootzakelijk Vastgoed.

Er is gekozen voor het interviewen van taxateurs omdat taxateurs in de markt gebruik maken van het waarderingshandboek en dit eveneens goed kunnen afzetten tegen commerciële taxaties. Zij zijn inhoudelijk op de hoogte van het waardebegrip marktwaarde conform de IVS en kunnen hier zodoende een goede opinie over geven. In totaal zijn er vijf taxateurs geïnterviewd, namelijk:

Naam	Functie	Organisatie
R.C. Smulders MSc MSRE MRICS RT	Directeur Taxaties	Capital Value
M.J.A. Notenbaart RT	Senior Taxateur	Colliers International
P.C. Dansen MRICS RT	Director	Dansen van der Vegt
Drs. J. Lugard MSc MSRE MRICS RT	National Director	DTZ Zadelhoff
R.T. Pietersen MSc MSRE MRICS RT	Associate Director	MVGM Vastgoedtaxaties

Tabel 3: geïnterviewde experts

Het doel van dit hoofdstuk is om de voorgeschreven taxatiestandaarden, methodiek en parameters te toetsen aan de markt. Dit hoofdstuk wordt afgesloten met de beantwoording van de derde deelvraag:
"Komen taxaties conform het waarderingshandboek overeen met taxaties voor de commerciële sector?."

Als leidraad voor de expertinterviews zijn een aantal vragen gesteld over de taxatiestandaarden, methodiek en parameters. De vragen voor het interview zijn opgesteld op basis van de bevindingen uit het theoretische onderzoek.

Uit het theoretisch onderzoekt blijkt dat het taxeren op het waardebegrip een aantal voordelen met zich meebrengt. Van het voornaamste belang, is dat alleen het hanteren van een eenduidige waardedefinitie kan leiden tot een vergroting van de uniformiteit en

vergelijkbaarheid van de taxaties. Als een resultante hiervan, kan de vergelijkbaarheid van de waarde van het vastgoed met die van andere woningcorporaties dan wel commerciële marktpartijen worden vergroot. Dit sluit aan bij de doelstelling van het waarderingshandboek en zodoende heeft dit geleid tot een van de vragen die tijdens de interviews met de taxateurs aan bod zou komen. Aan de geïnterviewde taxateurs werd gevraagd, of zij van mening waren dat het markwaardebegrip conform IVS overeenkomt met het de waarde die tot stand komt bij een waardering conform de basis versie van het waarderingshandboek.

Uit de analyse van het waarderingshandboek blijkt dat er, op basis van de tien getoetste onderwerpen, veel verschillen ontstaan tussen taxeren op basis van het waarderingshandboek en de taxatieleer dan wel vigerende taxatiestandaarden en richtlijnen. Aan de taxateurs werden vragen gesteld over deze tien getoetste onderwerpen. Deze vragen toetsen de mening van de taxateurs over de te hanteren taxatiestandaarden, de te hanteren taxatiemethodieken en de totstandkoming van de taxatieparameters in het waarderingshandboek.

In de volgende paragraaf zijn de belangrijkste conclusies uit het interview uitgewerkt. In bijlage 1 zijn de volledig uitgewerkte interviews opgenomen.

6.2 Uitkomsten interviews taxateurs

In deze paragraaf worden de belangrijkste uitkomsten van de interviews uiteengezet. Als structuur voor de uitwerking van de interviews zijn de tien constateringen op basis van het literatuuronderzoek aangehouden.

6.2.1 Waardebegrip

Volgens de geïnterviewde taxateurs sluit het waarderingshandboek qua waardebegrip aan bij de markt. Zo blijkt uit de interviews dat bij het opstellen van het waarderingshandboek is gekeken naar de IVS en EVS. Het gehanteerde waardebegrip sluit aan bij de definitie van de IVS. Dit waardebegrip wordt eveneens door de markt gehanteerd en geaccepteerd. Echter, alle geïnterviewde taxateurs geven wel aan dat de uitkomsten (waarden) bij de basis versie niet geheel de marktwaarde vertegenwoordigd. Het merendeel van de taxateurs geeft aan dat het een indicatie van de marktwaarde betreft. Tijdens de interviews worden de volgende oorzaken benoemd:

- Als taxateur heb je niet de volledige vrijheid om een marktwaarde vast te stellen;
- De parameters zijn te generiek bepaald en op basis van bandbreedtes;
- De input is op basis van historische gegevens die niet comparatief op de peildatum kunnen worden getoetst.

Daarnaast werd door één van de geïnterviewde taxateurs aangegeven dat in de reglementen van het Red Book en het NRVT staat dat je bij een wettelijke taxatie mag afwijken van de taxatiestandaarden. Op basis hiervan is een taxatie conform het waarderingshandboek mogelijk, omdat de wet prevaleert boven de taxatiestandaarden.

Wel zijn alle geïnterviewde taxateurs van mening dat het waarderingshandboek een stap in de goede richting is voor wat betreft de verdere professionalisering binnen de sector.

6.2.2 Basis en full versie

Tijdens het interview is aan de taxateurs niet specifiek gevraagd wat hun mening is aangaande het feit dat woningcorporaties de mogelijkheid hebben om te kiezen tussen twee versies, met mogelijk verschillende eindwaardes tot gevolg. Echter, tijdens de interviews is dit onderwerp wel ter sprake gekomen. Een taxateur geeft aan in de praktijk grote verschillen in uitkomsten te zien tussen de basis en de full versie. Door meerdere taxateurs wordt aangegeven dat de uitkomst van de basis versie een theoretische benadering betreft en zodoende niet de marktwaarde vertegenwoordigd. Het merendeel van de taxateurs is wel van mening dat bij de full versie de marktwaarde getaxeerd kan worden. Hierbij wordt wel de kanttekening gemaakt dat bij deze benadering vaak de disconteringsvoet wordt gebruikt om tot een marktconforme uitkomst te komen.

6.2.3 Methodiek

Qua taxatiemethodiek zijn alle experts van mening dat de inkomstenbenadering met als methodiek de DCF-methode gehanteerd dient te worden. Dit komt overeen met de voorgeschreven taxatiestandaard uit het waarderingshandboek, met hoe in de markt wordt getaxeerd en deze methodiek is tevens in lijn met de richtlijnen van de IPD.

Wel wordt door één geïnterviewde taxateur aangegeven dat de DCF-methodiek een onderbouwing is van onder andere het bruto aanvangsrendement. Vervolgens dient deze comparatief vergeleken te worden met referentietransacties. Het toetsen van parameters, zoals het bruto aanvangsrendement, de leegwaarderatio en de huur/leegaarde-verhouding aan de markt is volgens alle geïnterviewde taxateurs van essentieel belang om tot een goede waardering te komen.

De meeste taxateurs hanteren een DCF-methodiek met een tienjarige beschouwingsperiode. Toch geeft het merendeel van de experts aan zich te kunnen vinden in een beschouwingsperiode van 15 jaar. Met uitzondering van één taxateur, die van mening is dat het lastig is om de kasstromen voor een periode van 15 jaar realistisch in te schatten. In zijn ogen geeft dit een zekere schijnnauwkeurigheid.

6.2.4 Modelmatig taxeren

Vier van de vijf geïnterviewde taxateurs is van mening dat het niet mogelijk is om modelmatig een marktwaarde te taxeren. Een taxateur geeft aan dat "*op het hoogste abstractieniveau geldt dat als de rekenregels kloppen en de data ook klopt, de output ook goed moet zijn. Theoretisch is dit dus zeker mogelijk".* Echter, hierbij wordt wel de opmerking gemaakt dat je de uitkomst wel comparatief moet kunnen onderbouwen.

Tijdens de interviews zijn de volgende argumenten aangedragen waarom het lastig is om modelmatig een marktwaarde te bepalen:

- De output is afhankelijk van de input. De uitkomsten bij modelmatig waarderen zijn erg afhankelijk van de kwaliteit van de inputgegevens;
- Vastgoed is een heterogeen goed en laat zich derhalve lastige modelmatig taxeren;
- Modelmatig taxeren laat redelijk beeld zien op portefeuilleniveau, maar op objectniveau krijg je soms forse uitschieters.

6.2.5 Optimale aanwending

Een taxatie conform de basisversie van het waarderingshandboek, kent geen onderzoeksplicht. De geïnterviewde taxateurs geven aan dat zij het van belang achten om, wanneer zij taxeren op het begrip marktwaarde, altijd rekening te houden met de highest and best use van het vastgoedobject.

Daarnaast dient ook de eindwaarde berekend te worden op basis van de highest and best use. De basisversie van het waarderingshandboek biedt hierin echter een keuzemogelijkheid die door de corporatie zelf kan worden ingevuld.
Eén van de geïnterviewde taxateurs geeft aan, dat "*de eindwaarde wordt bepaald door middel van de exit-yield. Hierbij wordt gekeken naar de parameters aan het einde van de beschouwingsperiode en vanuit die gedachten wordt geredeneerd wat het complex nu waard zal zijn, rekening houdend met de veroudering tijdens de beschouwingsperiode. Bij het bepalen van de eindwaarde wordt zowel gekeken naar het doorexploitatiescenario als naar het uitpondscenario. Hierbij geldt wederom dat de highest and best use de uitwaarde bepaald.*"

6.2.6 Eindwaarde

Conform het waarderingshandboek kan de eindwaarde bij het doorexploitatiescenario worden berekend op basis van een uitpond-/doorexploitatiescenario. Standaard wordt bij dit scenario door doorexploitatiescenario aangehouden. Indien ook wordt gekozen voor het doorexploitatiescenario wordt de hoogste waarde aangehouden. Iedereen is van mening dat de eindwaarde berekend dient te worden op basis van *highest and best use*. Hierbij wordt de opmerking gemaakt dat een keuzemogelijkheid in de praktijk alleen van toepassing is als er verkoopbelemmeringen zijn, zoals verkooprestricties, en als de woningen niet splitsbaar zijn.

Door de geïnterviewde taxateurs wordt aangegeven dat bij de berekening van de eindwaarde geen rekening wordt gehouden met de parameters aan het einde van de beschouwingsperiode. Door een van de taxateurs wordt aangegeven dat "*Een taxateur en de markt pakt een bepaald eindmoment en benaderd de eindwaarde vervolgens weer comparatief. Dit doen ze op basis van de objectkenmerken en de huur- en leegwaardekenmerken aan het einde van de beschouwingsperiode.*"

Door een andere taxateur wordt wel aangegeven dat het lastig is om een exit te bepalen. Tijdens het interview geeft hij aan: "*Er is bij de verschillende taxatiebureaus geen eenduidigheid over de te hanteren methodiek en er is ook geen database voorhouden met exit-yields. De exit-yield geeft een taxateur wel meer houvast dan de methodiek zoals die is voorgeschreven door het waarderingshandboek.*"

6.2.7 Leegwaarde

Er wordt tijdens de interviews door de taxateurs aangegeven dat de geïndexeerde WOZ-waarde een goede indicatie kan zijn voor de leegwaarde van een woning. Echter, hierbij worden een aantal kritische kanttekeningen geplaatst:

1) De kwaliteit verschilt per gemeente.
   Door twee geïnterviewde taxateurs wordt aangegeven dat de kwaliteit van de WOZ-waarden verschilt per gemeente. In de praktijk komen zij grote verschillen in kwaliteit tegen tussen de verschillende gemeentes. Zij zijn van mening dat sommige gemeentes verder zijn in het waarderen van WOZ-waarden dan wel dat gemeentes aan dit onderdeel meer aandacht besteden. Dit alles heeft tot gevolg dat de te

hanteren leegwaarde, gebaseerd op de WOZ-waarde, realistischer is. Hierbij wordt door een geïnterviewde taxateur aangegeven dat dit deels afhankelijk is van hoe actief de woningcorporaties de afgelopen jaren zelf mee bezig zijn geweest. Het indienen van bezwaren voor incorrecte WOZ-waarden vergoot de kwaliteit van de data.

2) Erfpacht
   In de interviews met de taxateurs was iedere taxateur van mening dat de WOZ-waarde bij gemeente met erfpacht geen representatief beeld geeft van de leegwaarde. Dit heeft te maken met de overdrachts- en verkrijgingsfictie. Als voorbeeld wordt gegeven dat de WOZ-waarde bij een woning met erfpacht op hetzelfde niveau ligt als een woning zonder erfpacht. In werkelijk zit hier een verschil tussen, vooral bij gemeenten waar erfpacht niet heel bekend is.

3) Leegwaardeontwikkeling
   In het waarderingshandboek wordt voor de stad en provincie Groningen dezelfde leegwaardeontwikkeling gehanteerd. Dit impliceert dat bij een juiste WOZ-waarde, de leegwaarde nog steeds een verkeerde weergave kan geven omdat een gemiddelde leegwaardeontwikkeling wordt gehanteerd. Een van geïnterviewde taxateurs geeft een voorbeeld, *"de leegwaardeontwikkeling van een woning is heel generiek. De provincie Groningen heeft een andere leegwaardeontwikkeling dan de stad Groningen. Dit komt doordat de stad Groningen veel meer in trek is dan de overige delen van de provincie Groningen."*

4) Referenties / comparatief
   Een van de geïnterviewde taxateurs gaf aan dat de WOZ-waarde modelmatig wordt bepaald op basis van marktanalyse. Indien de woningcorporaties in de directe omgeving geen actief uitpondbeleid hebben, zullen er weinig vergelijkbare referenties voorhanden zijn. Het is de vraag in hoeverre de kwaliteit van een corporatiewoning vergelijkbaar is met de kwaliteit van een woning bij particulier eigendom. Dit kan volgens de taxateur alleen worden vastgesteld op basis van de comparatieve benaderingen, met een inpandig opname om de kwaliteit van de woning te beoordelen.

6.2.8 Markthuur

Bij het waarderingshandboek wordt de markthuur bepaald door middel van een markthuurtabel. Twee van de vijf taxateurs gaven aan soms met een vergelijkbare methodiek te werken, waarbij de uitkomsten achteraf comparatief worden gecontroleerd. Echter, zijn alle geïnterviewde taxateurs van mening dat de markthuur comparatief vastgesteld dient te worden dan wel comparatief dient te worden getoetst.

Evenals bij de leegwaarde wordt aangegeven dat de markthuurwaarde een gemiddelde betreft en dat er geen rekening wordt gehouden met de specifieke eigenschappen van het vastgoed. Als commentaar wordt onder andere gegeven dat de bandbreedtes van het bouwjaar erg ruim zijn (1990 t/m 2015), waardoor te weinig gespecificeerd wordt. Daarnaast zijn er relatief weinig goede marktconforme huurtransacties openbaar. Hierdoor is het lastig om modelmatig een markthuur te bepalen. Een geïnterviewde taxateur geeft aan dat *"deze*

methodiek kan worden gehanteerd indien de kwaliteit van de leegwaarde goed is. Bij specifiek vastgoed gaat de markthuurtabel niet op." Daarnaast geeft een andere taxateur aan, "*dat een markthuurtabel alleen te gebruiken is bij nauwkeurige inputvariabelen en voldoende data. Echter, de leegwaarde wordt al modelmatig bepaald en kent een zekere onnauwkeurigheid."*

6.2.9 Mutatiekans

Alle geïnterviewde taxateurs zijn van mening dat de mutatiegraad, zoals die wordt gehanteerd in het waarderingshandboek, een goede indicatie betreft. Echter, hierbij wordt eveneens aangegeven dat deze wel geanalyseerd dient worden en daar waar nodig dient te worden aangepast.

Eén geïnterviewde taxateur geeft aan dat, *"het waarderingshandboek kijkt alleen naar het verleden en gebruikt deze gegevens voor de toekomst. Een taxateur doet dit juist niet. Een taxateur maakt juist een inschatting van de toekomst, waarbij die de gegevens uit het verleden in oogschouw neemt".*

Door de geïnterviewde taxateurs zijn een aantal voorbeelden gegeven van situaties waarbij het niet goed is om de gemiddelde mutatiegraad van het afgelopen vijf jaar te gebruiken voor de toekomstige kasstromen:

1. De afgelopen jaren hadden we een huurdersmarkt, omdat de woningmarkt op slot zat. Het afgelopen jaar is de interesse en de betaalbaarheid van koopwoningen sterk toegenomen. Deze omslag heeft invloed op de mutatiegraad van huurwoningen en beïnvloed derhalve de representativiteit van de mutatiegraad van de afgelopen vijf jaar;
2. Bij nieuwbouwwoningen (of renovaties) laat de mutatiegraad in de eerste jaren een afwijkend beeld zien;
3. Indien de markthuur hoger of lager is dan de gehanteerde huur, zal dit van invloed zijn op de mutatiegraad in de toekomst.

6.2.10 Disconteringsvoet

In het waarderingshandboek wordt de stapelmethode gebruikt om de disconteringsvoet vast te stellen. Alle geïnterviewde taxateurs zijn van mening dat de disconteringsvoet ontleend zou moeten worden uit beleggingstransacties. Dit wordt door de geïnterviewde taxateurs ook wel de zuivere of comparatieve disconteringsvoet genoemd. Een geïnterviewde taxateur geeft aan wel de stapelmethode te gebruiken, waar de sectoropslag het compenserende vat is om te komen tot een marktconforme disconteringsvoet.

Een van de geïnterviewde taxateurs gaf aan moeite te hebben met het gegeven dat het waarderingshandboek dezelfde disconteringsvoet gebruikt voor het uitpond-/ en doorexploitatiescenario. Hierbij werden door de taxateur twee punten aangehaald waarom een verschil in disconteringsvoet te rechtvaardigen is:

1) De risico's in beide kasstromen verschillen van elkaar, waardoor het niet rechtvaardig is om dezelfde disconteringsvoet te gebruiken;

2) Bij het hanteren van dezelfde disconteringsvoet wordt verondersteld dat er één koper naar het complex kijkt en dat die de beslissing neemt of hij het complex gaat uitponden of doorexploiteren. In de werkelijkheid kijken er meerdere kopers naar het complex met elk een eigen visie, rendementseis en *funding*. Op basis hiervan is het niet mogelijk dezelfde disconteringsvoet te gebruiken voor beide scenario's.

6.3 Conclusie interview expertgroep taxateurs

Naar aanleiding van de expertinterviews kan gesteld worden dat alle experts van mening zijn dat een waardering conform de basis versie niet overeenkomt met een taxatie van een marktpartij. De belangrijkste oorzaak hiervoor is dat de marktwaarde tot stand komt door middel van generieke parameters. Door de heterogeniteit van vastgoed is het lastig om de waarde modelmatig te benaderen en dienen de uitkomsten altijd vergeleken (comparatief) te worden met markttransacties.

Op basis van theoretisch onderzoek zijn tien punten aangehaald, die tevens zijn besproken tijdens de interviews. Onderstaand worden deze punten afgezet tegen de meningen van de experts. Op basis van deze punten kan worden geconcludeerd dat de mening van de geïnterviewde experts in hoofdlijnen overeenkomt met de bevindingen uit het theoretisch onderzoek.

Onderdeel	Theorie	Interviews	Conclusie
1. Waardebegrip	• Het waardebegrip marktwaarde sluit aan bij de definitie conform de IVS en EVS.	• Definitie marktwaarde conform het waarderingshandboek sluit aan bij de markt. • Bij het vaststellen van de marktwaarde dient de taxateur de volledige vrijheid te hebben, dit is conform de basis versie niet mogelijk. • De marktwaarde conform de basis versie betreft een indicatie van de (markt)waarde en niet de marktwaarde.	• Zowel uit de theorie als uit de interviews blijkt dat de definitie aansluit bij de praktijk. • Uit de interviews blijkt dat de taxateurs van mening zijn dat de waarde bij de basis versie geen marktwaarde betreft.
2. Basis en full versie	• Conform de theorie is het niet mogelijk om te komen tot twee marktwaarden, op basis van dezelfde uitgangspunten.	• Basis versie betreft een theoretische benadering van de marktwaarde, maar niet de marktwaarde. • Met de full versie kan je tot een marktwaarde komen. • In de praktijk zijn al grote verschillen qua uitkomsten tussen de basis en full versie geconstateerd.	• Op basis van de theorie zijn er geen twee marktwaarden mogelijk. Uit de interviews blijkt dat de taxateurs van mening zijn dat de basis versie niet de marktwaarde vertegenwoordigd.
3. Methodiek	• De gehanteerde methodiek (DCF) in het waarderingshandboek is het meest passend om een woningcomplex te taxeren.	• Alle geïnterviewde taxateurs gebruiken de dcf-methodiek om woningcomplexen te taxeren. • Tijdens de interviews wordt aangegeven dat de uitkomsten van de dcf-methodiek altijd comparatief worden getoetst. • De meeste taxateurs hebben geen moeite met een 15-jarige beschouwingsperiode	• Zowel uit de theorie als uit de interviews blijkt dat de gehanteerde methodiek conform het waarderingshandboek aansluit bij de praktijk. • Uit de interviews blijkt dat de taxateurs het belangrijk vinden om de uitkomsten comparatief te kunnen toetsen aan de markt.
4. Modelmatig taxeren	• Bij de modelmatige benadering van de	• Het merendeel van de geïnterviewde	• Zowel uit de theorie als uit de praktijk

	marktwaarde wordt geen rekening gehouden met de optimale aanwending van het vastgoedobject. • De kwaliteit van een modelmatige taxatie is afhankelijk van de kwaliteit van de data. De data is op dit moment nog een aandachtspunt bij woningcorporaties.	taxateurs is van mening dat het modelmatig taxeren van vastgoed op marktwaarde niet mogelijk is, omdat: ○ De output is afhankelijk van de kwaliteit van de data; ○ Vastgoed is heterogeen; ○ Grote verschillen mogelijk zijn op objectniveau.	blijkt dat het nu nog lastig is om modelmatig de marktwaarde van vastgoed te bepalen. Dit wordt veroorzaakt door heterogeniteit van het vastgoed en de kwaliteit van de data. • Uit hoofdstuk twee blijkt dat het lastig is om de waarde van vastgoed te bepalen vanwege de imperfecties van vastgoed. Hierdoor is het eveneens lastig om dit modelmatig te ondervangen.
5. Optimale aanwending (Highest and best use):	• In de basis versie van het waarderingshandboek wordt geen rekening gehouden met de optimale aanwending (highest and best use) van het vastgoedobject	• De geïnterviewde taxateurs zijn van mening dat een onderzoeksplicht onlosmakelijk verbonden is met een taxatie op marktwaarde. • De geïnterviewde taxateurs zijn van mening dat de eindwaarde bepaald moet worden op basis van highest and best use.	• Zowel uit de literatuur als uit de interviews blijkt dat bij een taxatie op marktwaarde rekening gehouden dient te worden met de optimale aanwending van het vastgoedobject.
6. Eindwaarde	• De eindwaarde dient berekend te worden op basis van de hoogste waarde. Het waarderingshandboek geeft hierin bij het doorexploitatiescenario meer vrijheid.	• Alle geïnterviewde taxateurs zijn van mening dat de eindwaarde berekend dient te worden op basis van *highest and best use*. • De geïnterviewde taxateurs geven aan moeite te hebben met het feit dat de eindwaarde niet comparatief getoetst wordt.	• Zowel uit de literatuur als uit de interviews blijkt dat de eindwaarde altijd berekend dient te worden op basis van highest and best use, waarbij de eindwaarde niet beïnvloed mag worden door de keuze die een woningcorporatie maakt.
7. Leegwaarde	• In het waarderingshandboek wordt gebruik gemaakt van een	• De geïndexeerde WOZ-waarde kan een goede indicatie van de leegwaarde zijn,	• De WOZ-waarde is een goede indicatie voor de leegwaarde. Echter, vanwege

	geïndexeerde WOZ-waarde. De WOZ-waarde gaat uit van de overdrachts- en verkrijgingsfictie en derhalve wordt bijvoorbeeld geen rekening gehouden met erfpacht.	met als kanttekening: o De kwaliteit van de leegwaarde verschilt per gemeente; o Er wordt geen rekening gehouden met erfpacht; o Het aantal regio's de leegwaardeontwikkeling is te beperkt. o De kwaliteit van de WOZ-waarde is afhankelijk van de aanwezige referenties.	de overdrachts- en verkrijgingsfictie wordt er geen rekening gehouden met erfpacht. Daarnaast verschilt de kwaliteit per regio, gemeente en aanwezige referenties.
8. Markthuur	• De kwaliteit van de markthuur is onder andere afhankelijk van de kwaliteit van de leegwaarde.	• Uit de interviews blijkt eveneens dat de markthuur afhankelijk is van de kwaliteit van de leegwaarde.	• Zowel uit de theorie als uit de interviews blijkt dat de kwaliteit van de markthuur afhankelijk is van de kwaliteit van de leegwaarde (geïndexeerde WOZ-waarde). Dit brengt extra risico met zich mee voor het bepalen van de juiste markthuur.
9. Mutatiekans	• In het waarderingshandboek wordt de gewogen mutatiegraad van de afgelopen vijf jaar als uitgangspunt gehanteerd. Conform de taxatieleer dient altijd rekening te worden gehouden met specifieke omstandigheden die betrekking hebben op het vastgoedobject en economische wijzigingen.	• Alle geïnterviewde taxateurs zijn van mening dat de mutatiegraad, zoals die wordt gehanteerd in het waarderingshandboek, een goede indicatie betreft. • In de volgende situaties de historische mutatiegraad geen goede indicatie: • Veranderingen in de markt; • Bij nieuwbouwcomplexen; • Grote verschillen tussen huuropbrengst en markthuur.	• Zowel uit de literatuur als uit de interviews blijkt dat de historische mutatiegraad een goede indicatie betreft, met dien verstande dat wel rekening wordt gehouden met omstandigheden die betrekking hebben op het vastgoedobject en economische wijzigingen.
10. Disconteringsvoet	• In het waarderingshandboek wordt de disconteringsvoet opgebouwd,	• Alle geïnterviewde taxateurs zijn van mening dat de disconteringsvoet	• Zowel uit de literatuur als uit de interviews blijkt dat de

	conform de zogenoemde stapelmethode. Uit de nadere beschouwing blijkt dat de disconteringsvoet niet is herleid uit referenties. Conform de taxatieleer dient de disconteringsvoet te worden herleid uit marktreferenties.	ontleend zou moeten worden uit beleggingstransacties. • Een geïnterviewde taxateur geeft aan dat het niet juist is dat bij zowel het uitpond- als bij het doorexploitatiescenario dezelfde disconteringsvoet wordt gehanteerd.	disconteringsvoet dient herleid te worden uit beleggingsreferenties.

7 Conclusie en aanbevelingen

7.1 Inleiding

In dit afsluitende hoofdstuk wordt de centrale onderzoeksvraag beantwoord. Vervolgens wordt het onderzoek afgesloten met aanbevelingen, suggesties voor een vervolgonderzoek en een reflectie.

7.2 Beantwoording centrale onderzoeksvraag

In deze paragraaf zal getracht worden om een antwoord te geven op de centrale onderzoeksvraag. In hoofdstuk 1 is de centrale onderzoeksvraag als volgt geformuleerd:

> *"In hoeverre komen taxaties van woningcomplexen op basis van de basis versie van het waarderingshandboek overeen met taxaties van woningcomplexen op marktwaarde conform de definitie van de IVS?"*

Op basis van dit onderzoek kan worden geconcludeerd dat een taxatie op basis van de basis versie van het waarderingshandboek in beperkte mate overeenkomt met een taxatie van woningcomplexen op marktwaarde conform de definitie van de IVS. De voornaamste verschillen zijn gelegen in het feit dat:

- Een aantal van de parameters die het meest van invloed zijn op de marktwaarde, niet op de juiste manier worden benaderd;
- De basis versie betreft een modelmatige taxatie op basis van generieke parameters waarbij achteraf geen comparatieve toets plaatsvindt met de markt;
- Er geen onderzoeksplicht geldt en derhalve wordt geen rekening gehouden met optimale aanwending van het object;
- Bij het waarderingshandboek is het mogelijk te komen tot meerdere marktwaarden. Op basis van de taxatieleer en de richtlijnen is dit niet mogelijk.

Tot deze conclusie is gekomen, door de beantwoording van drie deelvragen.
Uit de eerste deelvraag *"Wat zijn de voor- en nadelen voor woningcorporaties wanneer zij over moeten gaan op het waardebegrip marktwaarde?"* bleek, dat het voor woningcorporaties een aantal voordelen heeft om over te gaan op het begrip marktwaarde. Het voornaamste voordeel van het taxeren op marktwaarde, is dat dit de uniformiteit van de taxaties vergroot. Het sluit hierbij aan op de voornaamste doelstelling van de nieuwe Woningwet, namelijk het transparanter en inzichtelijker maken van de corporatiesector. Door de uniformiteit van taxaties is het eenvoudiger de waarde van het vastgoed te vergelijken met die van andere woningcorporaties dan wel commerciële marktpartijen. De vrijheid die woningcorporaties in het verleden hadden om hun vastgoed te waarderen op bedrijfswaarde was niet uniform, waardoor onderling vergelijk niet mogelijk was. Daarnaast is de bedrijfswaarde een interne waarde die niet aansluit bij het marktconformiteitsbeginsel.

Uit de tweede deelvraag *“Sluit het waarderingshandboek aan bij de taxatieleer die in de hedendaagse praktijk wordt gebruikt?”* blijkt dat conform het waarderingshandboek meerdere marktwaarden mogelijk zijn afhankelijk van de versie die wordt gehanteerd. Dit verschil komt doordat bij de basis versie de generieke parameters worden voorgeschreven. Bij de full versie mag van de vrijheidsgraden worden afgeweken, met tussenkomt van een externe taxateur. Ook blijkt, dat de totstandkoming van de parameters afwijkend is ten opzichte van de taxatieleer. Op basis van de analyse zijn er een aantal inconsistenties geconstateerd. Daarnaast wordt er bij de basis versie geen rekening gehouden met de optimale aanwending van het vastgoedobject.

Omdat er sprake is van een modelmatige benadering op basis van de inkomstenbenadering, is het van belang dat de parameters die als input gelden correct zijn. De belangrijkste inconsistenties zijn:

1. **Eindwaarde**: De eindwaarde dient te worden getaxeerd conform de highest and best use. De keuzemogelijkheid die een woningcorporatie in het waarderingshandboek bij het doorexploitatiescenario heeft is strijdig met dit principe.
2. **Leegwaarde**: De leegwaarde dient comparatief te worden vastgesteld. De geïndexeerde WOZ-waarde is in beginsel niet gelijk aan de leegwaarde omdat de index te globaal wordt vastgesteld, deze uitgaat van een overdrachts- en verkrijgingsfrictie en de kwaliteit van de WOZ-waarde per gemeente verschilt.
3. **Markthuur**: De comparatieve benadering van de markthuur in het waarderingshandboek komt overeen met de theorie, maar de kwaliteit van de markthuur is afhankelijk van de kwaliteit van de leegwaarde.
4. **Mutatiegraad**: Conform de taxatieleer dient bij de te hanteren mutatiegraad rekening te worden gehouden met specifieke omstandigheden die betrekking hebben op het vastgoedobject en economische wijzigingen. In het waarderingshandboek wordt de gewogen mutatiegraad van de afgelopen vijf jaar als uitgangspunt gehanteerd.
5. **Disconteringsvoet**: De disconteringsvoet dient te worden herleid uit markttransacties. In het waarderingshandboek wordt de disconteringsvoet opgebouwd conform de stapelmethode waaraan geen referenties ten grondslag hebben gelegen.

Uit marktconsultatie ten behoeve van beantwoording van de derde deelvraag uit dit onderzoek *“Komen taxaties conform het waarderingshandboek overeen met taxaties voor de commerciële sector?”* bleek dat alle geïnterviewde taxateurs van mening waren dat bij een taxatie conform het waarderingshandboek op basis van de basis versie niet het juiste waardebegrip marktwaarde wordt gehanteerd. Als belangrijkste reden wordt aangegeven dat de parameters te generiek zijn vastgesteld en dat uitkomsten niet comparatief worden getoetst aan de markt. Daarnaast wordt er door de taxateurs aangegeven dat zij te veel afwijkingen op objectniveau constateren tussen de basis en full versie.

De kwaliteit bij een modelmatige taxatie is afhankelijk van de kwaliteit van de inputparameters. Om tot een nauwkeurigere waarde te komen, dienen de belangrijkste parameters zuiverder benaderd te worden. Hiervoor dient in beginsel rekening te worden gehouden met het marktconformiteitsbeginsel; *“hoe beredeneert de markt?”*. Vervolgens zouden deze parameters comparatief getoetst moeten worden.

In deze scriptie is getracht te komen tot een zuivere benadering van de parameters. De comparatieve toetst dient in een kwantitatief onderzoek nader onderzocht te worden.

7.3 Aanbevelingen

Het waarderingshandboek is een actueel onderwerp en aan discussie onderhevig. Tijdens het schrijven van deze scriptie kwam al snel naar voren dat het waarderingshandboek nog in zijn kinderschoenen staat en waarschijnlijk nog een ontwikkelingsproces gaat doormaken.
Deze bevindingen werden door de experts bevestigd tijdens de interviews. Door sommigen werd dan ook aangegeven, dat het waarderingshandboek in de huidige vorm slechts een eerste stap in een verdere professionaliseringsslag zal zijn.

Tijdens de interviews werd bijvoorbeeld aangegeven dat er wordt gedacht aan een afgezwakte definitie van de marktwaarde, bijvoorbeeld een indicatie van de marktwaarde.
Indien er wordt gekozen voor een afgezwakte definitie van de marktwaarde, ben ik voorstander om het woord “marktwaarde” uit de definitie te laten.

In eerste instantie omdat dit voor verwarring zorgt onder de gebruikers en ten tweede omdat in de omschrijving van de definitie marktwaarde al wordt gesproken over een “geschat bedrag”. Uiteindelijk betreft de benadering van de marktwaarde een puntschatting.

In de definitie moet duidelijk naar voren komen dat de waarde tot stand is gekomen door middel van een modelmatige waardering, met een bepaalde foutmarge. Ook dient er te worden opgenomen dat de waarden niet individueel beoordeeld kunnen worden en dat het een indicatie betreft van de waarde op portefeuilleniveau. Hierbij dient wel duidelijk naar voren te komen dat het een waarde betreft die is gebaseerd op het marktconformiteitsbeginsel en het geen interne waarde betreft, zoals de oude bedrijfswaarde. Zoals blijkt uit hoofdstuk 3 zijn de nadelen van een interne waarde dat dit niet uniform zijn en sturen op rendement lastig is.

Daarnaast is het ook mogelijk om de kwaliteit van de taxaties te verhogen, door rekening te houden met de optimale aanwending van het vastgoedcomplex. Uit dit onderzoek is naar voren gekomen dat bij de basis versie geen rekening wordt gehouden met de optimale aanwending van het vastgoedobject. Dit is strijdig met het waardebegrip “marktwaarde”. Mijn aanbeveling om dit te ondervangen is, dat de onderzoekplicht naar de gebruiksmogelijkheden verplicht gesteld dient te worden. Woningcorporaties kunnen dit per complex onderzoeken, alvorens er een modelmatige taxatie wordt uitgevoerd. Bij de vastgoedcomplexen die op basis van optimale aanwending een hogere waarde kunnen generen, dienen de taxaties uitgevoerd te worden op basis van de full versie.

Echter, in eerste instantie was het doel van het waarderingshandboek om te komen tot een eenduidige waarde, transparantie en vergelijkbaarheid. Op basis van het huidige systeem wordt hieraan voorbijgegaan. Uiteindelijk dient, om deze doelstellingen te bewerkstelligen, volledig te worden overgegaan op het taxeren van marktwaarde. Hierbij past niet de mogelijkheid om verschillende versies te hanteren.

Echter, Zoals reeds geconcludeerd betreft het waarderingshandboek een goede handreiking om woningcorporaties bewust te maken van de voordelen om te taxeren op marktwaarde. Naast de bewustwording vindt er ook een verbeteringsslag plaats van de vastgoeddata. Om deze verbetering meer kracht bij te zetten is het van belang dat er meer onderzoek wordt gedaan naar het bepalen van de marktwaarde op basis van het waarderingshandboek.

Onderstaand doe ik een paar suggesties voor een mogelijk vervolgonderzoek:

- Bij dit onderzoek heeft de focus gelegen op het kwalitatief onderzoeken naar de verschillen en overeenkomsten tussen het waarderingshandboek en de theorie (taxatieleer). Als vervolgonderzoek zou tevens een kwantitatief onderzoek op zijn plaats zijn. Hierbij dient niet alleen de waarde op basis van het waarderingshandboek getoetst te worden aan de marktreferentie, maar tevens de individuele input parameters. Indien er tot een zuivere benadering kan worden gekomen, zou dit de kwaliteit van de output, zijnde de marktwaarde, verhogen.
- Onderzoeken of er een alternatief waardbegrip mogelijk is, die meer aansluit bij het taxeren conform het waarderingshandboek.
- Meer onderzoek naar de individuele parameters. Bij het modelmatig taxeren van de marktwaarde valt en staat de uitkomst met de kwaliteit van de parameters.
- Op basis van de basis versie is het niet mogelijk om de uitkomsten comparatief te toetsen. Het zal de kwaliteit van de taxaties vergroten indien de uitkomsten achteraf getoetst kunnen worden aan een benchmark. Eventuele uitschieters kunnen dan alsnog worden getaxeerd op basis van de full versie. Een onderzoek naar een benchmark voor zowel de individuele parameters als voor de uitkomsten is hierbij noodzakelijk.

7.4 Reflectie

Het theoretische kader van dit onderzoek was er voornamelijk op gericht om de lezer bekend te maken met de verschillende begrippen die van essentieel belang zijn om een taxatie te kunnen uitvoeren en om te leren begrijpen wat de marktwaardedefinitie conform de IVS is. Voor dit theoretisch kader was voldoende literatuur beschikbaar.

Dit geldt echter niet voor het waarderingshandboek. Omdat het een relatief nieuw document betreft, is er nog weinig over geschreven en onderzocht. Zodoende is als bron vooral het waarderingshandboek zelf gebruikt. Deze scriptie geldt als een verkennend onderzoek.

Deze scriptie heeft betrekking op modelmatige taxaties. Deze scriptie is voornamelijk geschreven vanuit de traditionele manier van taxeren op marktwaarde. Dit vanwege het feit dat de grote taxatiebureaus op deze manier taxeren op marktwaarde. Voor een vervolgonderzoek zou het mogelijk zijn om te onderzoeken of het mogelijkheid is om modelmatig een marktwaarde van verhuurde woningcomplexen vast te stellen.

De scriptie is geschreven vanuit het oogpunt van de taxateur. Ook voor de interviews zijn alleen taxateurs geselecteerd. Dit is gedaan vanuit het oogpunt dat taxateurs veel in aanraking komen met het begrip marktwaarde en met de taxatieleer. Volledigheidshalve zou het ook goed zijn om dit onderwerp te belichten vanuit diverse beroepsgroepen waardoor verschillende invalshoeken kunnen worden belicht.

In deze scriptie wordt gebruik gemaakt van een case study om aan te tonen wat de verschillen zijn tussen een taxatie op basis van de full versie en de basis versie. Echter, beschikt deze case study over relatief weinig data. Door het uitvoeren van meerdere case studies kan de invloed van verschillende parameters worden getoetst en door het uitvoeren van case studies op grotere schaal kan de betrouwbaarheid van het onderzoek worden vergroot.

Ik ben mij ervan bewust, dat het waarderingshandboek nog in de kinderschoenen staat en dat het slechts een eerste stap is in de verdere professionalisering van de sector. De aanbevelingen die in deze scriptie gedaan worden dienen dan ook gelezen te worden als hulpmiddel en niet als kritiek op de eerste stappen die reeds gemaakt zijn.

8 Bibliografie

Aedes. (2016, 07 2016). *Aedes, Feiten & Cijfers*. Opgeroepen op 07 2016, 2016, van Aedes: http://www.aedes.nl/content/feiten-en-cijfers/woning/hoe-ziet-de-gemiddelde-corporatiewoning-eruit/hoe-ziet-de-gemiddelde-corporatiewoning-eruit1.xml

ASRE. (2015). *Beschrijvende Statistiek.* Amsterdam: ASRE.

Baarda, B. (2014). Basisboek Methoden en Technieken. In B. Baarda, *Basisboek Methoden en Technieken* (p. 64). Houten: Noordhoff Uitgevers.

Berkhout, D., & Roggeveen, I. (2015). *Praktijkhandreiking Nederlandse Vastgoedtaxaties Commercieel Vastgoed.* NVM Business. Nieuwegein: NVM Business.

Berkhout, T., & Hordijk, A. (2008). *International Valuation Standards en Nederlandse waarderingstandaarden: definities, vergelijkingen en implementatie.* Breukelen: Nyenrode Real Estate Center.

Brons, J. (2015). Taxatieleer Vastgoed 2. In J. Brons, *Taxatieleer Vastgoed 2* (p. 279). Houten: Noordhoff Uitgevers .

Buffing, S., Achterveld, W., & Conijn, J. (2014). *Analyse individuele waarderingshandboeken.* Roterdam: Ortec Finance.

Buffing, S., Achterveld, W., & Johan, C. (2014). *Analyse individuele waarderingshandboeken.* Amsterdam: Ortec Finance.

Capital Value. (2015). *De woning(beleggings)markt in beeld 2015.* Utrecht: Capital Value.

Centraal Fonds Volkshuisvesting. (2014). *Advies uitwerking marktwaarde in verhuurde staat.* Centraal Fonds Volkshuisvesting. Baarn: Centraal Fonds Volkshuisvesting.

CFV. (2011). *Handreiking voor het toepassen van RJ 645 (2011).*

Conijn, J. (2015, juni 26). Uniformering en maatwerk beide mogelijk. *PropertyNL*, 24-26.

De Jong, R. (2013). *De Balans verstoord.* 's-Gravenhage: AEDES.

De Minister voor Wonen en Rijkdienst. (2015). *Regeling toegelaten instellingen volkshuisvesting 2015.* 's-Gravenhage: De Minister voor Wonen en Rijkdienst.

Deloitte. (2011). *Richtlijn 645, een vernieuwde verantwoording voor woningcorporaties.* Amsterdam: Deloitte The Netherlands.

Eerste Kamer. (2015, 03 17). *Wetvoorstel*. Opgeroepen op 9 20, 2015, van www.eersetkamer.nl: https://www.eerstekamer.nl/wetsvoorstel/32769_herzieningswet_toegelaten

Elsinga, M., Hoekstra, J., Van 't Hof, A., Van der Leij, E., & Van Rijn, E. (2014). *Literatuurstudie ten behoeve van de parlementaire enquête Woningcorporaties.* 's-Gravenhage: Tweede Kamer.

FD. (2015, 10 12). Banken meten gebruikmaken van taxateursregister. *Het Financieele Dagblad*, p. 5.

Grevelink, G. (2015). *Marktconforme disconteringsvoet: feit of fictie?* Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.

Havekes, R. (2016). Modelmatig waarderen in de praktijk. *Havekes, R.* Amsterdam: ASRE.

Hoekstra, R., Hoogduin, L., & Van der Schaar, J. (2012). *Commissie Kaderstelling en Toezicht Woningcorporaties.* Rijksoverheid.

Inspectie Leefomgeving en Transport. (2016, 6 12). *woningwet2015*. Opgeroepen op 6 12, 2016, van www.woningwet2015.nl: http://www.woningwet2015.nl/veelgestelde-vragen/marktwaardering

IPD BeNeLux. (2013). *TaxatierichtlijnenIPD Nederlandse Vastgoedindex.* Almere: IPD BeNeLux.

IVSC. (2015, 11 23). *About The International Valuation Standards Council (IVSC)*. Opgeroepen op 11 23, 2015, van IVSC: http://www.ivsc.org/content/about-international-valuation-standards-council-ivsc

Kasteel, J. (2013). *Waardering van woningcomplexen.* Amsterdam: ASRE.

Lubberink, S. (2016). *De WOZ waarde als marktwaarde indicator.* Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.

Marquard, A., & Van der Post, W. (2015). Basissyllabus Module 1: Inleiding Marktanalyse. In A. Marquard, & W. Van der Post, *Basissyllabus Module 1: Inleiding Marktanalyse* (p. 11). Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.

Marquard, A., & Van der Post, W. (2015). Basissyllabus Module I: Inleiding Marktanalyse. In A. Marquard, & W. Van der Post, *Basissyllabus Module I: Inleiding Marktanalyse* (p. 9). Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
Minister voor Wonen en Rijksdienst. (2015). *Handboek modelmatig waarderen marktwaarde.* Minister voor Wonen en Rijksdienst.
NRVT. (2015). *Reglement Bedrijfsmatig Vastgoed.* Rotterdam: NRVT.
NRVT. (2016, 04 17). *NRVT*. Opgehaald van NRVT: http://www.nrvt.nl/algemeen/nrvt/
Ortec Finance. (2015). *Handboek modelmatig waarderen marktwaarde in verhuurde staat.* Amsterdam: Ortec Finance.
RICS. (2014). *Red Book.* Londen: Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS).
RICS. (2014). RICS-taxatiestandaarden Januari 2014. Londen, Engenland: Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS).
Sauerborn, K. (2014). *Standaardisatie in vastgoedtaxaties.* Tilburg: TIAS School for Business and Society.
Smith, A. (2007, 04 01). Wealth of Nations. In A. Smith, *Wealth of Nations* (this digital edition ed., p. 26). Lausanne: MεταLibri. Opgeroepen op 2016, van www.libiblio.org: http://www.ibiblio.org/ml/libri/s/SmithA_WealthNations_p.pdf
Smulders, R. (2013). *De exit yield bij Nederlandse woningbeleggingen nader beschouwd.* Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
Ten Have, G. (2002). Taxatieleer 1. In G. Ten Have, *Taxatieleer 1* (p. 23). Houten: Wolters-Noordhoff.
Ten Have, G. (2002). Txatieleer 1. In G. Ten Have, *Taxatieleer 1* (p. 19). Houten: Wolters-Noordhoff.
Twee kamer der Staten-Generaal. (2014). *Parlementaire enquête Woningcorporaties .* 's-Gravenhage: Twee kamer.
Tweede Kamer der Staten-Generaal. (2015). *Parlementaire enquête Woningcorporaties.* Den haag: Tweede Kamer der Staten-Generaal.
Van Arnhem, P. (2013). Taxatieleer Vastgoed 1. Houten: Noordhoff Uitgevers.
Van Arnhem, P., Berkhout, T., & Ten Have, G. (2013). Taxatieleer 1. In P. Van Arnhem, T. Berkhout, & G. Ten Heve, *Taxatieleer 1* (pp. 42-43). Houten.
Van Arnhem, P., Berkhout, T., & Ten Have, G. (2013). Taxatieleer vastgoed 1. In P. Van Arnhem, T. Berkhout, & G. Ten Have, *Taxatieleer vastgoed 1* (p. 387). Houten: Noordhoff Uitgevers bv.
Van Arnhem, P., Berkhout, T., & Ten Have, G. (2013). Taxatieleer Vastgoed 1. In P. Van Arnhem, T. Berkhout, & G. Ten Have, *Taxatieleer Vastgoed 1* (p. 230). Houten: Noordhoff Uitgevers.
Van Arnhem, P., Berkhout, T., & Ten Have, G. (2013). Taxatieleer Vastgoed 1. In P. Van Arnhem, T. Berkhout, & G. Ten Have, *Taxatieleer Vastgoed 1* (p. 244). Houten: Noordhaff Uitgevers.
van Gool, P. (2013). Onroerend goed als belegging. In P. Jager, M. Theebe, R. Weisz, & P. van Gool, *Onroerend goed als belegging* (p. 333). Houten: Noordhoff Uitgevers.
Van Gool, P. (2015, 4). PTA doet gevaarlijke, weinig praktische aanbeveling. *Vastgoedmarkt*, pp. 18-19.
Van Gool, P., Jager, P., Theebe, M., & Weisz, R. (2013). Onroerend goed als belegging. In P. Van Gool, P. Jager, M. Theebe, & R. Weisz, *Onroerend goed als belegging* (p. 307). Groningen: Noordhoff Uitgevers.
Veenstra, J. (2006). *De eindwaarde van kantoren.* Groningen: Tias Business School Eindhoven.
Vis, J. (2006). Werken met waarde. In J. Vis, *Werken met waarde* (pp. 13-17). Deventer: Kluwer.
Vlek, P. (2009). Investeren in vastgoed, grond en gebieden. In P. Vlek, *Investeren in vastgoed, grond en gebieden* (p. 49). Vlaardingen: Management Producties.
Wessels, P. (2012, 4 6). De onweerstaanbare opmars van de modelmatieg taxatie. *PropertyNL Magazine*, 38.
Wind, W. (2015). *Reasult onderzoek gebruik marktwaarde in jaarrekening 2014.* Ede: Result.

woz-informatiepunt. (2016, 6 18). *woz-informatiepunt*. Opgeroepen op 6 18, 2016, van woz-informatiepunt: https://www.wozinformatie.nl/public/faq/item/?itemID=5885&bc=faq
WSW. (2015, april 06). *www.wsw.nl.* Opgeroepen op 04 2015, 16, van www.wsw.nl: https://www.wsw.nl/fileadmin/user_upload/Onze_visie/2015_04_27_Visie_op_marktwaarde.pdf

Bijlage 1: Expertinterviews

Michel Notebaart
Colliers International

Taxatiestandaarden

In hoeverre sluit het waarderingshandboek aan bij de taxatiestandaarden die we kennen?

Op dit moment nog niet. Het Waarderingshandboek voldoet nog niet aan de onderzoekplicht (bodem, kadastraal) zoals die nu wordt gesteld door het NRVT. Hierover moeten nog afspraken worden gemaakt. De gesprekken over het onderzoekplicht worden op dit moment gevoerd met het NRVT.

Het doel van het Waarderingshandboek is dat elke woningcorporatie op een eenduidige manier gaat taxeren en dat de kosten laag blijven. Met het huidige reglement van het NRVT (met o.a. de onderzoekplicht) worden de woningcorporaties op extra kosten gejaagd.

Kunt u een taxatie uitvoeren conform het waarderingshandboek die voldoet aan alle vereisten?

De basis versie niet. Uit een interne doorberekening voor een woningcorporatie week op complexniveau de waarden van de basis versie t.o.v. full versie soms met meer dan 10 procent af. Op portefeuilleniveau zal dit verschil minder groot zijn.

Het doel van het waarderingshandboek is het sturen op vastgoed en rendement, dit is alleen mogelijk bij een juiste waarde op complexniveau i.p.v. op portefeuilleniveau. Indien op complexniveau de waarde afwijkt ten opzichte van de full versie, bereikt de basis versie niet het doel om te sturen op vastgoed/rendement. Hierdoor zijn de uitkomsten van de basis versie alleen bruikbaar voor de goedkeuring dvi).

Wat vindt u de grootste verschillen tussen het waarderingshandboek en de taxatiestandaarden die we in de markt kennen?

De basis versie is heel genieriek en houdt geen rekening met het specifieke van vastgoed. Bijvoorbeeld: bij het vaststellen van de leegwaarde hanteert het waarderingshandboek de WOZ-waarde. De WOZ-waarde houdt geen rekening met erfpacht en derhalve is deze leegwaarde eigenlijk niet bruikbaar.

Een ander voorbeeld is de leegwaardeontwikkeling van een woning, deze zijn heel generiek. De provincie Groningen heeft een andere leegwaardeontwikkeling dan de stad Groningen. Dit omdat de stad Groningen veel meer in trek is dan de delen van Groningen.

Bent u van mening dat de juiste waarde definitie “marktwaarde” wordt gehanteerd?

Nee, het betreft geen marktwaarde. Het betreft eerder een indicatieve waarde. Bij de full versie betreft het wel een marktwaarde.
Bij de full versie hanteren wij altijd zoveel mogelijk alle vrijheidsgraden. Hierbij controleren wij altijd de output parameters. Indien de output parameters niet marktconform zijn, wijzigen wij de vrijheidsgraden (meestal betreft dit de disconteringsvoet).

Definitie marktwaarde (conform RICS): aan welke van de 8 assumpties voldoet het taxeren conform het waarderingshandboek, en aan welke niet? Welke invloed heeft dit op de waarderingsgrondslag?

Het betreft een waarde die niet geheel aansluit bij de markt. De voorgeschreven parameters in het Waarderingshandboek betreffen gemiddelden. Op portefeuilleniveau geeft dit waarschijnlijk een realistisch beeld, op complexniveau niet.

Belangrijk is de functie van een taxateur. Een taxateur moet alles benaderen middels transacties. Maar bij een taxatie zit ook een stukje waarneming/ waardegevoel. Waardegevoel is iets wat de markt ook heeft. Dit is heel moeilijk uit te drukken in een cijfer reeks, de courantheid van een object. Dit gevoel is des taxateur.

In het Waarderingshandboek staat dat er een balans is gezocht tussen enerzijds uniformering van waardering en anderzijds ruimte voor maatwerk. Hierbij hebben woningcorporaties de keuze tussen de basis en de full versie. De full versie geeft de mogelijkheid om tot een grotere nauwkeurigheid van de waardering te komen, met als mogelijk gevolg dat de marktwaarde k.k. in de basisversie en de full versie van elkaar afwijken. Bent u van mening dat dit past binnen de taxatierichtlijnen en –standaarden die wij kennen?

Twee marktwaarden zijn niet gewenst. De basis versie is een indicatieve waarde. Indien een woningcorporatie een indicatie wil van wat hun portefeuille in totaal waard is, volstaat de basis versie met een zekere marge (+ en – 20%). Indien je echt wilt sturen op rendement, dien je de full versie te hanteren.

<u>Taxatiemethodiek</u>

Welke methodiek (of methodieken) zou u hanteren voor het taxeren van een woningcomplex?

Dcf

Conform het Waarderingshandboek moeten alle woningen getaxeerd worden op basis van een 15-jarige dcf-methodiek. Is het terecht dat deze methodiek met deze beschouwingsperiode wordt voorgeschreven?

Hier hebben wij geen moeite mee. Wij hanteren zowel een 10-jarige als een 15-jarige beschouwingsperiode voor opdrachtgevers.

Welke beschouwingsperiode zou u hanteren voor het taxeren van een woningcomplex?

Wij hanteren zowel een 10-jarige als een 15-jarige beschouwingsperiode voor opdrachtgevers.

De eindwaardeberekening in een DCF: bepaalt u de eindwaarde op basis van doorexploiteren of uitponden?

Wij kunnen hier tussen kiezen, waarbij automatisch de hoogste waarde wordt aangehouden.

In beginsel maakt het mij niet zoveel uit welke methodiek wordt gehanteerd, omdat wij altijd controleren op de kapitalisatiefactor en leegwaarderatio. Deze zetten wij vervolgens af tegen beleggingsreferenties.

In het Waarderingshandboek wordt de eindwaarde bepaald door de alle afzonderlijke kasstromen in het laatste jaar van de beschouwingsperiode te delen door de disconteringsvoet gecorrigeerd met de groeivoet van deze afzonderlijke kasstroom. Wat is uw ervaring met deze methodiek en geeft dit een representatief beeld.

Bij de basis versie kom je nooit tot een marktwaarde en derhalve doet het er ook niet zoveel toe hoe de eindwaarde wordt berekend. De basis versie is heel generiek en vastgoed is dit niet.

Bij de full versie dient de eindwaarde uiteindelijk een vrijheidsgraad te worden. In het huidige waarderingshandboek is de eindwaarde niet heel helder omschreven en daarom zijn er verschillende berekeningen in omloop. Het doel was o.a. standaardisatie en dit is uiteindelijk niet bereikt omdat iedereen naar een eindwaarde toerekent.

Ik ben niet tegen het waarderingshandboek. Ik denk dat het uiteindelijk een goede tool is om te komen tot standaardisatie.

Is het mogelijk om modelmatig een "marktwaarde" taxatie van het woningcomplex te verrichten?

Het is niet mogelijk om modelmatig te taxeren op marktwaarde zonder tussenkomst van een taxateur welke de uitput controleert en eventueel bijstuurt. Het is wel mogelijk om modelmatig een indicatieve waarde te taxeren.

<u>Parameters</u>

Leegwaarde:
Hoe wordt in uw organisatie de leegwaarde bepaald?

Comparatief. Daarnaast kunnen wij de leegwaarde modelmatig taxeren, echter dienen de leegwaarden altijd gecontroleerd te worden door middel van referenties.

In het Waarderingshandboek wordt voor de leegwaarde de geïndexeerde WOZ-waarde gehanteerd. Geef dit naar jouw mening een juiste indicatie van de leegwaarde?

Dit is heel erg afhankelijk van de gemeente. Er zijn een aantal gemeenten die veel aandacht besteden aan een juiste WOZ-waarde en een aantal gemeenten een stuk minder. De kwaliteit per gemeente verschilt enorm.

Bij gemeenten waar erfpacht speelt, is het niet verstandig om de WOZ-waarde te hanteren. Omdat de WOZ-waarde uitgaat van de fictie volledige eigendom.

Markthuur:
Hoe wordt in uw organisatie de markthuur bepaald?

Op basis van een markthuurtabel of op basis van referenties. De markthuurtabel is tevens opgebouwd uit referenties. In beide gevallen dient altijd rekening gehouden te worden met de wws-punten. Indien de woning op basis van de wws-punten onder de liberalisatiegrens valt, hanteren wij altijd de huur op basis van de wws-punten.

Het waarderinghandboek bepaalt de markthuur door middel van een vastgesteld percentage van de leegwaarde (afhankelijk van een aantal kenmerken). Wat vindt u van deze methodiek? Is het reëel om op deze wijze te komen tot een marktconforme markthuur?

Deze methodiek kan worden gehanteerd indien de kwaliteit van de leegwaarden goed zijn. Bij specifiek vastgoed gaat de markthuurtabel niet op.

Exploitatiekosten:

Exploitatiekosten worden in het waarderingshandboek voorgeschreven. De belastingen worden bepaald door middel van 1 vast percentage. Vindt u dit een reëel afspiegeling van de markt?

Het is slecht een klein onderdeel van de waardering met een beperkte invloed op de waarde. Uiteindelijk vindt er altijd nog een controle plaats op basis van de ratio's.

Mutatiegraad:
Conform het Waarderingshandboek dient de mutatiegraad gebaseerd te zijn op de mutatiegraad van het afgelopen vijf jaar. Betreft dit de juiste mutatiegraad bij het taxeren op marktwaarde?

De gehanteerde methodiek (gewogen gemiddelde van het afgelopen vijf jaar) is goed, maar dient altijd gecontroleerd te worden door de taxateur of de mutatiegraad realistisch is.

Tussen de woningcorporaties is er veel verschil tussen het marktniveau (huur). Hierdoor is het belangrijk om de mutatiegraad is vergelijk met het huurniveau van het complex.

Disconteringsvoet:
Hoe wordt binnen uw organisatie de disconteringsvoet bepaald?

Wij hanteren een zuivere disconteringsvoet, deze wordt niet opgebouwd maar herleid uit referenties.

Komt deze disconteringsvoet overeen met de voorgeschreven disconteringsvoeten uit het waarderingshandboek?

Voor het modelmatig taxeren volstaat een disconteringsvoet die is opgebouwd. Echter, op complexniveau dien je altijd te kijken naar de output parameters. Indien deze geen marktconform beeld laten zien, dien je de disconteringsvoet aan te passen.

Peter Dansen MRICS RT RMT BRE
Dansen van der Vegt

Taxatiestandaarden

In hoeverre sluit het waarderingshandboek aan bij de taxatiestandaarden die we kennen?

Conform de IVS en EVS dien je als taxateur de volledige vrijheid te hebben om een marktwaarde vast te stellen. Op basis van het waarderingshandboek is deze mogelijkheid niet aanwezig, omdat sommige parameters zijn voorgeschreven.

Uiteindelijk kan je als taxateur de marktwaarde conform het waarderingshandboek op basis van de full versie berekenen door aan de vrijheidsgraden (vaak de disconteringsvoet) te draaien. Echter, dit is niet de manier zoals een taxateur normaal een taxatie zal uitvoeren.

Het is spijtig dat wij als taxateur uiteindelijk niet de volledige vrijheid hebben gekregen om de marktwaarde te bepalen. Dit voornamelijk voor de woningcorporaties die al reeds op marktwaarde taxeerden. Zij moeten nu een stap terugdoen.

Echter, bieden de standaarden je wel de mogelijkheid om te taxeren conform het waarderingshandboek. Dit omdat in de reglementen staat dat wet prevaleert boven de taxatiestandaarden. Dus op basis hiervan is het wel weer mogelijk om te taxeren conform de taxatiestandaarden.

Kunt u een taxatie uitvoeren conform het waarderingshandboek die voldoet aan alle vereisten?

Zie bovenstaande reactie op de vorige vraag.

Wat vindt u de grootste verschillen tussen het waarderingshandboek en de taxatiestandaarden die we in de markt kennen?

Dat je niet de volledige vrijheid hebt om tot een marktwaarde te komen, als taxateur ben je verbonden aan de vrijheidsgraden. Wij als organisatie hebben bij de full versie het standpunt ingenomen om altijd alle vrijheidsgraden te benutten. Dit kan ook niet anders omdat alle parameters een relatie met elkaar hebben.

Bent u van mening dat de juiste waarde definitie “marktwaarde” wordt gehanteerd?

De plannen zijn er om deze definitie af te zwakken tot een indicatie van de marktwaarde (indicatieve marktwaarde).

Definitie marktwaarde (conform RICS): aan welke van de 8 assumpties voldoet het taxeren conform het waarderingshandboek, en aan welke niet? Welke invloed heeft dit op de waarderingsgrondslag?

In principe voldoet dit wel, omdat het waarderingshandboek dit ook beoogd.

In het Waarderingshandboek staat dat er een balans is gezocht tussen enerzijds uniformering van waardering en anderzijds ruimte voor maatwerk. Hierbij hebben woningcorporaties de keuze tussen de basis en de full versie. De full versie geeft de mogelijkheid om tot een grotere nauwkeurigheid van de waardering te komen, met als mogelijk gevolg dat de marktwaarde k.k. in de basisversie en de full versie van elkaar

afwijken. Bent u van mening dat dit past binnen de taxatierichtlijnen en –standaarden die wij kennen?

Als wij een full versie taxatie zouden uitvoeren met de richtlijnen van het NRVT, dus een volledig professionele taxatiedienst opleveren met bijhorende inspectie en onderzoek, dan is het doel om de administratieve lasten te beperken niet geheel tot zijn recht gekomen.

Voor de basis versie kan ik dit moeilijk beoordelen omdat ik hier geen zicht op heb. Ik kan me wel voorstellen dat woningcorporaties personen vrij moeten spelen om de data te verzamelen en het aanschaffen wel een rekenmodel (software).

Taxatiemethodiek

Welke methodiek (of methodieken) zou u hanteren voor het taxeren van een woningcomplex?

DCF (als controle een nar berekening)

Conform het Waarderingshandboek moeten alle woningen getaxeerd worden op basis van een 15-jarige dcf-methodiek. Is het terecht dat deze methodiek met deze beschouwingsperiode wordt voorgeschreven?

15 jaar.

Welke beschouwingsperiode zou u hanteren voor het taxeren van een woningcomplex?

15 jaar.

De eindwaardeberekening in een DCF: bepaalt u de eindwaarde op basis van doorexploiteren of uitponden?

Als wij ons verplaatsen in de koper, dan zal die de gedachte hebben om het complex weer op de beste manier ten gelden te maken. In de meeste gevallen betreft dit op basis van het uitpondscenario. Kortom, de highest and best use.

In het Waarderingshandboek wordt de eindwaarde bepaald door de alle afzonderlijke kasstromen in het laatste jaar van de beschouwingsperiode te delen door de disconteringsvoet gecorrigeerd met de groeivoet van deze afzonderlijke kasstroom. Wat is uw ervaring met deze methodiek en geeft dit een representatief beeld.

Het is een methode. Echter, er is bij de verschillende taxatiebureaus geen eenduidigheid over de te hanteren methodiek en er is ook geen database voorhouden met exit-yields. De exit-yield geeft een taxateur wel meer houvast dan de methodiek zoals die is voorgeschreven door het waarderingshandboek.

Is het mogelijk om modelmatig een “marktwaarde” taxatie van het woningcomplex te verrichten?

Op het hoogste abstractieniveau geldt als de rekenregels kloppen en de data ook klopt, dan moet de output ook goed zijn. Theoretisch is dit dus zeker mogelijk.

Uiteindelijk moet je op basis van referenties de marktwaarde ook hard kunnen maken. Als uiteindelijk de uitkomst van het modelmatige model niet overeenkomt met de referenties, heb

je theoretisch toch weer iets fout gedaan. Hier zit altijd een zekere marge in omdat je een referentie object nooit voor 100 procent overeenkomt met het object dat je taxeert.

Parameters

Leegwaarde:
Hoe wordt in uw organisatie de leegwaarde bepaald?

Op basis van de aangeleverde informatie van de opdrachtgever en onze eigen controle (bijvoorbeeld oppervlakte op basis van plattegrondtekeningen) maken wij een vergelijking met de referenties uit de database van de NVM. Methodiek betreft comparatief.

In het Waarderingshandboek wordt voor de leegwaarde de geïndexeerde WOZ-waarde gehanteerd. Geef dit naar uw mening een juiste indicatie van de leegwaarde?

Dit verscheelt per gemeente. De WOZ-waarde is bij de ene gemeente beter dan bij een andere gemeente.

Daarnaast hebben sommige gemeenten te maken met erfpacht. Bij de WOZ-waarde wordt de fictie gehanteerd dat de woning vrij van huur en gebruik en zonder verplichtingen is. In de werkelijkheid is dit natuurlijk niet het geval. Voornamelijk bij gemeenten waar het erfpachtstelsel nog niet standaard is of waarbij de beschouwingsperiode tegen het einde loopt, kan dit van aanzienlijke invloed zijn op de leegwaarde van de woning.

Markthuur:
Hoe wordt in uw organisatie de markthuur bepaald?

Op dezelfde manier als bij de leegwaarde. De gehanteerde methodiek betreft comparatief.

Het waarderinghandboek bepaalt de markthuur door middel van een vastgesteld percentage van de leegwaarde (afhankelijk van een aantal kenmerken). Wat vindt u van deze methodiek? Is het reëel om op deze wijze te komen tot een marktconforme markthuur?

De methodiek is vergelijkbaar met de methodiek die wij hanteren bij andere opdrachtgevers i.c.m. softwareleveranciers. Echter, hierbij bestaat de mogelijkheid om de markthuur op eenheid niveau te overschrijven.

De kwaliteit is afhankelijk van de regio en de gehanteerde referenties voor dat betreffende gebied. Wij controleren de markthuur altijd nog comparatief na.

Exploitatiekosten:
Exploitatiekosten worden in het waarderingshandboek voorgeschreven. De belastingen worden bepaald door middel van 1 vast percentage. Vindt u dit een reëel afspiegeling van de markt?

De invloed is marginaal, maar als de informatie toch voorhanden is waarom zou je deze informatie dan niet gebruiken?

Mutatiegraad:
Conform het Waarderingshandboek dient de mutatiegraad gebaseerd te zijn op de mutatiegraad van het afgelopen vijf jaar. Betreft dit de juiste mutatiegraad bij het taxeren op marktwaarde?

Wij kijken naar de mutatiegraad van de afgelopen vijf jaar. We willen geen conclusie trekken uit een beperkt aantal jaren.

Daarnaast kijken we, voornamelijk bij het uitponden, naar de benden-/bovengrens van de mutatiegraad. Hierbij kijken we bijvoorbeeld naar de grootte van het complex en de verkoopmogelijkheden binnen de regio/gebied.

De mutatiegraad is een gevolg van het beleid. Een mogelijke koper kan op basis van de Nederlandse wetgeving deze mutatiegraad lastig beïnvloeden.

Disconteringsvoet:
Hoe wordt binnen uw organisatie de disconteringsvoet bepaald?

Wij hanteren, net zoals het waarderingshandboek, de stapelmethode. Bij ons bestaat de opstalmethode uit de risicoloze rente, objectopslag (onder te verdelen in een achttal kenmerken) en een sectoropslag. De sector opslag wordt gebruikt om tot een marktconforme taxatie te komen.

Wij hanteren de stapelmethode omdat we op basis hiervan intern eenduidig kunnen werken en vanwege de transparantie.

Komt deze disconteringsvoet overeen met de voorgeschreven disconteringsvoeten uit het waarderingshandboek?

Ja, onder de gestanddoening dat wij de disconteringsvoet trachten te toetsen aan de markt.

R.C. (Ruben) Smulders MSc MSRE MRICS RT
Directeur Taxaties Capital Value

Taxatiestandaarden

In hoeverre sluit het waarderingshandboek aan bij de taxatiestandaarden die we kennen?

Niet, het waarderingshandboek sluit momenteel niet aan bij de taxatiestandaarden. Het NRVT schrijft een traditionele taxatie voor met een compleet onderzoek naar alle relevante gegevens die betrekking hebben op een woningcomplex (zoals een inspectie). Eigenlijk alles dat comparatief vastgesteld kan worden, dient comparatief vastgesteld te worden.

Voornamelijk in de basis versie wordt alles dat comparatief is (wat vastgoed specifiek is) generiek gemaakt. De opzet van het waarderingshandboek (basis versie) is niet om te komen tot een marktwaarde van het complex, maar om een indicatie van de marktwaarde te geven op portefeuilleniveau. Dat is niet iets wat een taxateur wenst te doen bij een taxatie.

Het waarderingshandboek beoogd een externe vertaalslag. De externe vertaalslag is in eerste instantie gemaakt door een analyse van bestaande waarderingen van woningcorporaties en anderzijds door interviews. Hiermee is alleen een algemene consensus bereikt over o.a. de parameters.

Kunt u een taxatie uitvoeren conform het waarderingshandboek die voldoet aan alle vereisten?

Dat kan wel, echter zijn er parameters die generiek van aard zijn en daardoor wellicht niet de werkelijkheid nabootsen/simuleren zodat je eigenlijk dat zou moeten ondervangen c.q. verklaren door het hanteren van uitgangspunten en bijzondere uitgangspunten en deze duidelijk vastlegt en communiceert.

Wat vindt u de grootste verschillen tussen het waarderingshandboek en de taxatiestandaarden die we in de markt kennen?

De taxatiestandaarden in de markt gaan nog niet uit van een modelmatige waardering met generieke parameters. De huidige markt taxeert objectgewijs en maakt voor elk object een specifiek voor dat object betreffende DCF-berekening. Hierbij wordt tevens gebruik gemaakt van de comparatieve methode waarbij het te taxeren object wordt vergeleken met transactiegegevens en andere financiële parameters waarbij telkens de verschillen tussen het object wat je taxeert en het object/gegeven waarmee je het vergelijkt verdisconteerd in de waardering. De parameters voor het waarderingshandboek zijn generiek vastgesteld met bepaalde bandbreedtes. De uitkomsten worden vervolgens niet meer getoetst aan de markt.

Een DCF is vooruitkijken. Het waarderingshandboek kijkt voor sommige parameters alleen naar het verleden en gebruikt deze gegevens voor de toekomst zonder een nadere vertaalslag te maken.

Bent u van mening dat de juiste waarde definitie “marktwaarde” wordt gehanteerd?

Marktwaarde is een begrip dat marktpartijen hanteren, het weerspiegelt de prijs die tussen marktpartijen tot stand komt. Het begrip is goed, en het idee achter de uitwerking is ook goed. Echter, marktwaarde is marktwaarde. Als je kiest voor de definitie marktwaarde, moet je ook taxeren conform de waardebasis marktwaarde. Op basis van het waarderingshandboek wordt de waarde bepaald met generieke gegevens i.p.v. deze

gegevens comparatief vast te stellen aan de markt op taxatiedatum voor dat specifieke vastgoed dat je taxeert.

Echter, dit betreft met name voor de basis versie van het waarderingshandboek. Waarschijnlijk worden de parameters steeds zuiverder vastgesteld en zal de externe controle toenemen. Bij elke versie zal het waarderingshandboek waarschijnlijk worden verbeterd.

Daarnaast is het voor woningcorporaties goed om nu de objectkenmerken goed in beeld te krijgen.

Definitie marktwaarde (conform RICS): aan welke van de 8 assumpties voldoet het taxeren conform het waarderingshandboek, en aan welke niet? Welke invloed heeft dit op de waarderingsgrondslag?

Als marktwaarde het waardebegrip is voldoet die of moet deze voldoen aan deze 8 assumpties.

Voor wat betreft de in het waardebegrip opgenomen term "zorgvuldig" kun je je afvragen of de uitkomst van het waarderingshandboek zorgvuldig is, als je niet alles onderzoekt.

In het Waarderingshandboek staat dat er een balans is gezocht tussen enerzijds uniformering van waardering en anderzijds ruimte voor maatwerk. Hierbij hebben woningcorporaties de keuze tussen de basis en de full versie. De full versie geeft de mogelijkheid om tot een grotere nauwkeurigheid van de waardering te komen, met als mogelijk gevolg dat de marktwaarde k.k. in de basisversie en de full versie van elkaar afwijken. Bent u van mening dat dit past binnen de taxatierichtlijnen en –standaarden die wij kennen?

Nee, uiteindelijk niet. Het betreft een compromis oplossing die uiteindelijk niet de vraag beantwoord.

<u>Taxatiemethodiek</u>

Welke methodiek (of methodieken) zou u hanteren voor het taxeren van een woningcomplex?

De comparatieve-/ en inkomstenbenadering waarbij voor de inkomstenbenadering gebruik wordt gemaakt van de DCF-methode en de kapitalisatiemethode (BAR/NAR). De DCF geeft daarbij altijd een goed inzicht in de complex specifieke parameters en kan mede worden gezien als verdere onderbouwing of verduidelijking van het BAR/NAR of reciproke daarvan.

Conform het Waarderingshandboek moeten alle woningen getaxeerd worden op basis van een 15-jarige dcf-methodiek. Is het terecht dat deze methodiek met deze beschouwingsperiode wordt voorgeschreven?

Persoonlijk gebruik ik liever een 10-jarige beschouwingsperiode. Hoe langer de beschouwingsperiode hoe lastiger het is om de toekomst te voorspellen. Je krijgt bij een langere beschouwingsperiode een zekere schijnnauwkeurigheid.

Ik heb destijds voor mijn scriptie onderzocht wat de meest toegepaste beschouwingsperiode is. Uit dit onderzoek kwam naar voren dat de meeste taxateurs, particuliere en institutionele beleggers gebruik maken van een 10-jarige schouwingsperiode. Circa 60% gaf aan een 10-jaars periode te hanteren tegen circa 22% die een 15-jaars periode hanteren.

Welke beschouwingsperiode zou u hanteren voor het taxeren van een woningcomplex?

In beginsel is dit ondergeschikt bij de waardering. Het voordeel van een langere beschouwingsperiode is dat het effect van de eindwaarde afneemt. Het nadeel is echter dat hoe langer een beschouwingsperiode is, hoe moeilijker het is om inschattingen te doen van de kasstromen verder weg in de tijd. Daarom heeft een 10-jarige beschouwingsperiode mijn voorkeur.

De eindwaardeberekening in een DCF: bepaalt u de eindwaarde op basis van doorexploiteren of uitponden?

Wij baseren de eindwaarde op wat de markt met het vastgoedobject zal doen, dus de highest and best use.

Het probleem met de eindwaarde is dat die er eigenlijk nu in het handboek niet goed in zit. De waarde bestaat uit een oneindige beschouwingsperiode die je na 15 jaar afkapt. Met als waarde de exploitatie (15-jarige beschouwingsperiode) en de oneindige beschouwingsperiode (eindwaarde – oneindige beschouwingsperiode) erna. Dit is niet de manier zoals een taxateur gewend is om te werken en ook niet hoe de markt redeneert.

Een taxateur en de markt pakt een bepaald eindmoment en benaderd de eindwaarde vervolgens weer comparatief. Dit doen ze op basis van de objectkenmerken, huur- en leegwaardekenmerken aan het einde van de beschouwingsperiode.

In het Waarderingshandboek wordt de eindwaarde bepaald door de alle afzonderlijke kasstromen in het laatste jaar van de beschouwingsperiode te delen door de disconteringsvoet gecorrigeerd met de groeivoet van deze afzonderlijke kasstroom. Wat is uw ervaring met deze methodiek en geeft dit een representatief beeld.

Nee, in mijn ogen dient de eindwaarde comparatief te worden benaderd. Dit doe je door het analyseren van de objectkenmerken, huur- en leegwaardeniveaus aan het einde van de beschouwingsperiode te vergelijken met de marktgegevens voor dan soortgelijke complexen waarbij rekening wordt gehouden met de veroudering van het object over de termijn van de beschouwingsperiode.

Is het mogelijk om modelmatig een “marktwaarde” taxatie van het woningcomplex te verrichten?

Dat lijkt mij lastig. Daar is elk object te uniek voor en niet homogeen. Als taxateur moet je toch altijd de check/controle kunnen doen tussen de objectkenmerken en hoe deze zich specifiek verhouden tot de marktomstandigheden.

<u>Parameters</u>

Leegwaarde:
Hoe wordt in uw organisatie de leegwaarde bepaald?

Op basis van referentietransacties rondom de taxatiedatum van soortgelijke c.q. vergelijkbare woningen die zijn verkocht. Door het corrigeren van de transactieprijzen voor de verschillen met het te waarderen object wordt de leegwaarde bepaald.

In het Waarderingshandboek wordt voor de leegwaarde de geïndexeerde WOZ-waarde gehanteerd. Geef dit naar uw mening een juiste indicatie van de leegwaarde?

De leegwaarde is een belangrijke parameter in de waardering. Als de leegwaarde verkeerd wordt ingeschat/ingevoerd neemt de onzuiverheid c.q. onnauwkeurigheid in de waardering toe. Zo heb je een aantal gemeenten die erfpacht hanteren. De effecten hiervan worden door de overdrachts- en verkrijgingsfictie die in de Wet WOZ verplicht zijn gesteld genegeerd. Hierbij is een woning belast met erfpacht evenveel waard als een woning zonder erfpacht. In een waardering conform het waarderingshandboek gaat het hier fout, omdat er in werkelijkheid een waardeverschil is tussen beide woningen.

Daarnaast worden de WOZ-waarden gebaseerd op marktanalyses door de gemeente. Indien in een gemeente woningcorporaties niet actief uitponden, wordt de leegwaaarde bepaald op basis van referenties van eigenaar/gebruikers transacties. Het is de vraag of de kwaliteit van een corporatiewoning vergelijkbaar is met de kwaliteit van een woning van een eigenaar/gebruiker. Dit is ook de reden van het NRVT dat je een woning inpandig moet opnemen om de kwaliteit van de woningen te bepalen. Op basis hiervan kan je de referenties analyseren en interpreteren ten opzichte van het te taxeren object.

Gemeenten bepalen de WOZ-waarde modelmatig en de uitkosten hiervan worden vervolgens weer gebruikt voor het waarderingshandboek. Het waarderingshandboek bepaald vervolgens ook weer modelmatig de marktwaarde. Al deze gegevens zijn generiek bepaald en dit hoeft niet tot de juiste waarde te leiden.

Markthuur:
Hoe wordt in uw organisatie de markthuur bepaald?

Op basis van referentietransacties rondom de taxatiedatum van soortgelijke c.q. vergelijkbare woningen die zijn verhuurd. Door het corrigeren van de huurprijzen voor de verschillen met het te waarderen object wordt de markthuur bepaald.

Het waarderinghandboek bepaalt de markthuur door middel van een vastgesteld percentage van de leegwaarde (afhankelijk van een aantal kenmerken). Wat vindt u van deze methodiek? Is het reëel om op deze wijze te komen tot een marktconforme markthuur?

Het kan een bepaalde richting geven. Er wordt niet gekeken naar de specifieke kenmerken van het vastgoedobject. Je mist wederom het comparatieve deel van het taxeren. Je moet de markt simuleren en de markt redeneert niet volgens een tabel.

Exploitatiekosten:
Exploitatiekosten worden in het waarderingshandboek voorgeschreven. De belastingen worden bepaald door middel van 1 vast percentage. Vindt u dit een reëel afspiegeling van de markt?

Dit percentage maakt uiteindelijk een klein onderdeel uit van de marktwaarde. Aan de andere kant is dit onderdeel heel makkelijk te ondervangen door het juiste percentage te hanteren.

Mutatiegraad:
Conform het Waarderingshandboek dient de mutatiegraad gebaseerd te zijn op de mutatiegraad van het afgelopen vijf jaar. Betreft dit de juiste mutatiegraad bij het taxeren op marktwaarde?

Het waarderingshandboek gebruikt de gemiddelde mutatiegraad van het afgelopen vijf jaar. De afgelopen vijf jaar kenmerken zich juist door een slechte koopmarkt. Hierdoor namen veel bewoners de toevlucht naar de huurmarkt en/of zijn blijven huren en hebben daarmee de overstap naar de koopwoningmarkt vermeden. Dit in tegenstelling tot de huidige

marktomstandigheden waarbij er een toename waarneembaar is van het aantal transacties waaronder ook van personen die eerst huurden.

Het waarderingshandboek kijkt alleen naar het verleden en gebruikt deze gegevens voor de toekomst. Een taxateur doet dit juist niet. Een taxateur maakt juist een inschatting van de toekomst, waarbij die de gegevens uit het verleden in oogschouw neemt.

Disconteringsvoet:
Hoe wordt binnen uw organisatie de disconteringsvoet bepaald?

Wij ontlenen de disconteringsvoet aan markttransacties door deze te simuleren in een waarderingsmodel. Wij hanteren dus een comparatieve (of een marktgerelateerde) disconteringsvoet.

Komt deze disconteringsvoet overeen met de voorgeschreven disconteringsvoeten uit het waarderingshandboek?

In het waarderinghandboek wordt de disconteringsvoet opgebouwd. Het enige wat je als taxateur kunt doen is de disconteringsvoet ontlenen aan markttransacties door deze te simuleren in een waarderingsmodel. Hierbij kan de comparatief verkregen disconteringsvoet als geheel worden toegepast of kan de opbouw van de disconteringsvoet en de toegepaste risico-opslagen worden verklaard uit de comparatief vastgestelde disconteringsvoet.

Daarnaast wordt in het waarderingshandboek bij zowel het uitpondscenario als bij het doorexploitatiescenario dezelfde disconteringsvoet gebruikt. Dit klopt niet omdat;

1) *De risico's in de kasstromen zijn anders.*
2) *Er wordt verondersteld dat er één koper naar het complex kijkt en dat die een beslissing neemt of die het complex gaat uitponden of doorexploiteren. Dit terwijl er meerdere kopers in de markt zijn. Waarbij die ene koper (vaak een institutionele belegger) eerder zal kiezen voor het doorexploiteren van het complex, terwijl de andere koper eerder denkt vanuit het uitponden. Al die verschillende stromingen kijken naar hetzelfde complex, waarbij elke stroming een andere rendementseis heeft. De funding van de verschillende stromingen (kopers) is ook anders. Hierdoor is het nooit mogelijk om voor beide scenario's dezelfde disconteringsvoet te hanteren.*

Joosje Lugard MSc MSRE MRICS RT
National director DTZ Zadelhof

Taxatiestandaarden

In hoeverre sluit het waarderingshandboek aan bij de taxatiestandaarden die we kennen?

Eigenlijk sluit het waarderingshandboek best wel aan, het is natuurlijk ook in lijn met IVS en EVS. Daarnaast is het er gekeken naar de RICS. Het NRVT is er op een later moment bijgekomen. Dit komt omdat het waarderingshandboek in 2015 is opgesteld en het reglement van het NRVT pas aan het eind van het 2015 bekend werd.

Er is wel geprobeerd om alle richtlijnen zo goed mogelijk in het waarderingshandboek te verwerken. Dit is een sterk punt van het waarderingshandboek.

Qua type vastgoed (woningcomplex) sluit het vastgoed van een woningcorporatie aan bij het vastgoed van een belegger.

> ***Extra vraag: Het waarderingshandboek heeft wel een paar beperkingen, zoals dat er geen rekening wordt gehouden met 'Highest and best use'. Sluit dit dan wel aan bij de taxatiestandaarden?***
>
> *Nee, dit is niet in lijn met de taxatiestandaarden. Normaal gesproken heb je als taxateur alle vrijheden om de markt zo goed mogelijk te simuleren.*
>
> *Het waarderingshandboek focust zich heel erg op de individuele parameters. Het waarderingshandboek zegt niets over de uitkomsten. Dit terwijl het theoretisch niet uit maakt hoe je tot een marktwaarde komt. Hierbij is de uitkomst belangrijker, waarbij je alle vrijheden hebt om de markt zo goed mogelijk te simuleren.*
>
> *Het waarderingshandboek geeft wel heel goed aan hoe je moet om gaan met de rapportage, door te verwijzen naar het reglement van het NRVT. Hierdoor heb je meteen een professionaliseringsslag te pakken. De professionaliseringsslagen die nu gaande zijn binnen de taxatiebranche op basis van het NRVT, zijn nu ook meteen van toepassing bij het taxeren van corporatiebezit.*

Kunt u een taxatie uitvoeren conform het waarderingshandboek die voldoet aan alle vereisten?

Het NRVT schrijft onderzoek naar kadaster, bestemming en milieu voor. Bij het waarderingshandboek mag je vertrouwen op de informatie die verkregen wordt van opdrachtgever. Hierdoor het is geen bijzonder uitgangspunt, maar een uitgangspunt.

Wat vindt u de grootste verschillen tussen het waarderingshandboek en de taxatiestandaarden die we in de markt kennen?

Dat je qua onderzoek (Kadaster, bestemming en milieu) mag vertrouwen op de informatie van de opdrachtgever.

Het NRVT is heel erg geschreven op één object en niet op portefeuille waarderingen. In die hoedanigheid sluit het ook niet goed aan bij grote portefeuilles die je voor andere type klanten taxeert. Dit maakt het heel erg arbeidsintensief. Je kan je afvragen of dit nodig is voor dergelijke taxaties.

De basis versie is een theoretische benadering van de marktwaarde. Bij de full versie is het wel degelijk mogelijk om tot een marktwaarde te komen.

Het waarderingshandboek focust zich heel erg op de individuele parameters, terwijl het er niets wordt gezegd over de uitkomst. Bij een gewone taxatie is de uitkomst belangrijker en dienen de onderliggende parameters als onderbouwing.

Daarnaast is het een groot verschil dat het niet mogelijk is om zelf de eindwaarde te berekenen.

Bent u van mening dat de juiste waarde definitie "marktwaarde" wordt gehanteerd?

De basis versie benadert de marktwaarde, maar dit is natuurlijk niet de marktwaarde. In eerste instantie was het de bedoelingen om meerdere definities te gebruiken. Echter, men was van mening dat dit tot ruis in de markt zal leiden.

Je moet je ook afvragen hoe deze definitie in de markt gaat vallen, dat het bijvoorbeeld een boekhoudkundige waarde wordt in de markt. Daarnaast moet je als lezer heel kritisch zijn of het een basis of een full versie betreft.

Ik ben wel van mening dat een taxatie op basis van de full versie de marktwaarde vertegenwoordigd.

Definitie marktwaarde (conform RICS): aan welke van de 8 assumpties voldoet het taxeren conform het waarderingshandboek, en aan welke niet? Welke invloed heeft dit op de waarderingsgrondslag?

Het taxeren op basis van de basisversie voldoet niet aan de marktwaardefinitie, want de basis versie betreft een invuloefening en in de werkelijkheid is taxeren niet zo makkelijk. Dit blijkt ook uit de praktijk, de waarden bij de basis versie laten op complexniveau grote verschillen zien ten opzichte van de full versie. Het waarderingshandboek geeft ook aan dat het aannemelijk is wanneer de marktwaarde 50 tot 125 procent afwijkt ten opzichte van de WOZ-waarde.

Overigens is de basis versie er ook gekomen, omdat je in zo'n grote sector niet in één over kunt op een nieuw begrip. De sector moet ook de tijd en ruimte krijgen om hieraan te wennen. Daarin kan de basis versie worden gezien als een tussenstap.

Taxatiemethodiek

Welke methodiek (of methodieken) zou u hanteren voor het taxeren van een woningcomplex?

De DCF-methodiek die gehanteerd wordt in het waarderingshandboek komt overeen met wat gebruikelijk in de markt is.

Wij zouden de DCF-methodiek gebruiken en dit zie je ook in de markt terug. In de markt wordt gebruik gemaakt van de DCF-methodiek. De één kiest voor een 15-jarige dcf en andere weer voor een 10 jarige beschouwingsperiode.

Conform het Waarderingshandboek moeten alle woningen getaxeerd worden op basis van een 15-jarige dcf-methodiek. Is het terecht dat deze methodiek met deze beschouwingsperiode wordt voorgeschreven.

Welke beschouwingsperiode zou u hanteren voor het taxeren van een woningcomplex?

10 – 15 jaar

De eindwaardeberekening in een DCF: bepaalt u de eindwaarde op basis van doorexploiteren of uitponden?

Ligt aan de situatie op dat moment, beide is mogelijk. De methodiek in het waarderingshandboek is een theoretische benadering en geeft veel ruis in de markt.

In het waarderingshandboek wordt de eindwaarde bepaald door de alle afzonderlijke kasstromen in het laatste jaar van de beschouwingsperiode te delen door de disconteringsvoet gecorrigeerd met de groeivoet van deze afzonderlijke kasstroom. Wat is jullie ervaring met deze methodiek en geeft dit een representatief beeld?

Dit betreft eveneens een theoretische benadering. Je merkt ook bij softwareleveranciers dat zij moeite hebben om de eindwaarde op een eenduidige manier te bereken.

Uiteindelijk wil je dat iedereen dezelfde rekenregels hanteert. Het liefst heb ik dat de eindwaarde als een vrijheidsgraad wordt gehanteerd.

Uiteindelijk is het belangrijk dat de marktwaarde juist is, waardoor het mogelijk is dat overige parameters niet geheel marktconform zijn.

Is het mogelijk om modelmatig een "marktwaarde" taxatie van het woningcomplex te verrichten?

Nee, dit is in principe niet mogelijk. Dit zie je ook deels bij het modelmatig bepalen (o.a. Calcasa) van de leegwaarde. Onderaan de streep geeft het een redelijk beeld, maar op eenheid niveau zijn er uitschieters.

Parameters

Leegwaarde:
Hoe wordt in uw organisatie de leegwaarde bepaald?

Comparatief.

In het Waarderingshandboek wordt voor de leegwaarde de geïndexeerde WOZ-waarde gehanteerd. Geef dit naar uw mening een juiste indicatie van de leegwaarde?

Alle systemen hebben beperkingen. De WOZ-waarde kan een goede een indicatie zijn, maar dit is per gemeente afhankelijk. Dit is ook weer deels afhankelijk van de gehanteerde data en hoe actief de woningcorporatie er zelf de afgelopen jaren mee bezig is geweest.

Markthuur:
Hoe wordt in uw organisatie de markthuur bepaald?

Comparatief

Het waarderingshandboek bepaalt de markthuur door middel van een vastgesteld percentage van de leegwaarde (afhankelijk van een aantal kenmerken). Wat vindt u

van deze methodiek? Is het reëel om op deze wijze te komen tot een marktconforme markthuur?

Het is heel lastig om een goede markthuur vast te stellen omdat er gebrek is aan transacties. Of de markthuren conform de basis versie redelijk overeenkomen met de markt durf ik niet te zeggen.

Exploitatiekosten:
Exploitatiekosten worden in het waarderingshandboek voorgeschreven. De belastingen worden bepaald door middel van 1 vast percentage. Vindt u dit een reëel afspiegeling van de markt?

Dit wordt bij de full versie verdisconteerd in het rendement. Uiteindelijk is het belangrijk dat de marktwaarde juist is.

Bij de basis versie maakt het maar een klein onderdeel uit van de totale exploitatielasten.

Mutatiegraad:
Conform het waarderingshandboek dient de mutatiegraad gebaseerd te zijn op de mutatiegraad van het afgelopen vijf jaar. Betreft dit de juiste mutatiegraad bij het taxeren op marktwaarde?

Niet goed, de mutatiegraad is historisch bepaald en daarnaast is de ondergrens te laag (voorkeur voor 3,5 tot 5%, afhankelijk van type complex).

Disconteringsvoet:
Hoe wordt binnen uw organisatie de disconteringsvoet bepaald?

Belangrijke parameters, maar ook moeilijk om vast te stellen. Intern hanteren wij de herleide disconteringsvoet, op basis van transactieanalyse.

Komt deze disconteringsvoet overeen met de voorgeschreven disconteringsvoeten uit het waarderingshandboek?

Lastige parameters om als basis versie voor te schrijven, maar ze moeten bepaalde handreikingen beginnen.

Richard Pietersen MSc MRE MSc MRICS REV RT CIS HypZert MLV
Associate Director MVGM Vastgoedtaxaties

Taxatiestandaarden

In hoeverre sluit het waarderingshandboek aan bij de taxatiestandaarden die we kennen?

De generieke parameters die zijn opgenomen in het waarderingshandboek, beperken de vrijheid van een taxateur om een marktwaarde vast te stellen. Conform de taxatiestandaarden zijn deze vrijheden wel aanwezig om de waarde van een vastgoedobject of -portefeuille te bepalen.

Daarnaast zal er altijd een spanning zijn tussen de historische generieke parameters, die zijn gebaseerd op een gemiddelde van de afgelopen jaren, en de te waarderen object die niet in die lijn vallen. Hierbij ben ik dan ook van mening dat deze waarden niet de marktwaarde vertegenwoordigen.

Bij de basis versie wordt de marktwaarde modelmatig bepaald. De kwaliteit van de uitkomst bij een modelmatige taxatie is afhankelijk van de dataset en de daarbij gebruikte bandbreedtes. Als de dataset niet matched met de actualiteit, is de taxatie achterhaald en loop je achter de feiten aan.

Kunt u een taxatie uitvoeren conform het waarderingshandboek die voldoet aan alle vereisten?

Nee, door de introductie van het NRVT is heel duidelijk geworden welk onderzoek bij een taxatie verplicht dient te worden uitgevoerd. Daarnaast wordt in de markt aangegeven dat het waarderingshandboek in een soort overgangsjaar zit. Ik ben van mening dat de regels zijn aanvaard en dat daarom daar ook naar gehandeld moet worden.

Daarnaast vraag ik mij af, in hoeverre je op basis van historische gegevens, waarvan vervolgens gemiddelden zijn genomen, een realistische marktwaarde kan berekenen. Hierdoor zit je al aan heel veel beperkingen vast, die wellicht nu door de markt heel anders worden geïnterpreteerd.

Wat vindt u de grootste verschillen tussen het waarderingshandboek en de taxatiestandaarden die we in de markt kennen?

Het waarderingshandboek is gebaseerd op historische cijfers die exponentieel worden gebruikt om de waarde te bepalen. Een taxateur analyseert historische gegevens en gebruikt deze om een aanname te doen voor de toekomst. Dit resulteert in een waarde die vervolgens comparatief wordt geanalyseerd door middel van parameteranalyse en markttransacties. Een taxateur dient de vrijheid te hebben om de waardering aan te passen indien blijkt uit de parameteranalyse dat de taxatie niet aansluit bij de markt.

Op dit moment kent de woningbeleggersmarkt een enorme volatiliteit, waardoor data van een maand geleden al achterhaald kan zijn.

Bent u van mening dat de juiste waarde definitie “marktwaarde” wordt gehanteerd?

Nee, omdat je als taxateur door middel van bandbreedtes van parameters beperkt bent in het vaststellen van de marktwaarde. Dit geeft waarschijnlijk geen realistisch beeld van de marktwaarde en derhalve betreft het geen marktwaarde.

Definitie marktwaarde (conform RICS): aan welke van de 8 assumpties voldoet het taxeren conform het waarderingshandboek, en aan welke niet? Welke invloed heeft dit op de waarderingsgrondslag?

Indien de definitie marktwaarde wordt gehanteerd voldoet deze in principe aan deze 8 assumpties, anders is het geen marktwaarde. Je hebt eigenlijk te maken met de discussie of de definitie marktwaarde past binnen het waarderingshandboek. Op de vorige vraag hebben wij geconcludeerd dat de markt anders redeneert dan het waarderingshandboek en derhalve betreft het geen marktwaarde.

In het waarderingshandboek staat dat er een balans is gezocht tussen enerzijds uniformering van waardering en anderzijds ruimte voor maatwerk. Hierbij hebben woningcorporaties de keuze tussen de basis en de full versie. De full versie geeft de mogelijkheid om tot een grotere nauwkeurigheid van de waardering te komen, met als mogelijk gevolg dat de marktwaarde k.k. in de basisversie en de full versie van elkaar afwijken. Bent u van mening dat dit past binnen de taxatierichtlijnen en –standaarden die wij kennen?

In mijn ogen kan dit niet, omdat de full versie is gebaseerd op zwaardere feiten en kennis dan de basis versie. In de markt kennen wij maar één marktwaarde. De marktwaarde die bij de basis versie wordt gepresenteerd is een benadering van de marktwaarde.

Taxatiemethodiek

Welke methodiek (of methodieken) zou je hanteren voor het taxeren van een woningcomplex?

De inkomstenbenadering met een dcf-methode, die vervolgens comparatief wordt vergeleken met markttransacties.

Conform het Waarderingshandboek moeten alle woningen getaxeerd worden op basis van een 15-jarige dcf-methodiek. Is het terecht dat deze methodiek met deze beschouwingsperiode wordt voorgeschreven.

Een 15-jarige beschouwingsperiode is zeker niet verkeerd, omdat bij veel objecten wordt geredeneerd vanuit een 15-jarige exploitatie om vervolgens over te gaan op renovatie dan wel uitponden.

Welke beschouwingsperiode zou je hanteren voor het taxeren van een woningcomplex?

10 jaar, omdat je dit nog een goede weergave geeft van de geprognosticeerde kasstromen en eindwaarde en omdat een 10-jarige beschouwingsperiode het meest is geaccepteerd in de markt. Dit laat onverlet dat een 15-jarige beschouwingsperiode niet fout is.

De eindwaardeberekening in een DCF: bepaal je de eindwaarde op basis van doorexploiteren of uitponden?

De eindwaarde wordt bepaald door middel van de exit-yield. Hierbij wordt gekeken naar de parameters aan het einde van de beschouwingsperiode en vanuit die gedachten wordt geredeneerd wat het complex nu waard zal zijn, rekening houdend met de veroudering tijdens de beschouwingsperiode. Bij het bepalen van de eindwaarde wordt zowel gekeken naar het doorexploitatiescenario als naar het uitpondscenario. Hierbij geldt wederom dat de highest and best use de uitwaarde bepaald.

Is het mogelijk om modelmatig een "marktwaarde" taxatie van het woningcomplex te verrichten?

Nee, ik ben van mening dat het niet mogelijk is een correcte taxatie uit te voeren op een modelmatige wijze. De kwaliteit van de taxatie op een modelmatige wijze is grotendeels afhankelijk van het gebruik van de dataset en de daarbij gebruikte bandbreedtes. Als de dataset niet matched met de actualiteit, is de taxatie achterhaald en loop je achter de feiten aan.
Zeker in een markt die zeer aan veranderingen onderhevig is zoals de woningmarkt op dit moment, is er snel sprake van verouderde data.

Parameters

Leegwaarde:
Hoe wordt in uw organisatie de leegwaarde bepaald?

Wij bepalen de leegwaarden comparatief.

In het waarderingshandboek wordt voor de leegwaarde de geïndexeerde WOZ-waarde gehanteerd. Geef dit naar uw mening een juiste indicatie van de leegwaarde?

De WOZ-waarde geeft mijns inziens geen reëel beeld van de leegwaarde. De WOZ-waarde wordt modelmatig bepaald op basis van een gemiddelde. Hierdoor is er regelmatig sprake van uitschieters die op basis van een reguliere taxatie niet van toepassing zouden zijn. Daarnaast zijn er enkele factoren, zoals erfpacht, waar de WOZ-waarde geen rekening mee houdt.

Markthuur:
Hoe wordt in uw organisatie de markthuur bepaald?

Op basis van de comparatieve methodiek.

Het waarderinghandboek bepaalt de markthuur door middel van een vastgesteld percentage van de leegwaarde (afhankelijk van een aantal kenmerken). Wat vindt u van deze methodiek? Is het reëel om op deze wijze te komen tot een marktconforme markthuur?

Dit kan een reële wijze zijn, indien alle input parameters juist zijn. Uiteindelijk betreft dit ook een comparatieve methode. Echter, deze methodiek valt en staat bij het hanteren van de juiste leegwaarden.

Exploitatiekosten:
Exploitatiekosten worden in het waarderingshandboek voorgeschreven. De belastingen worden bepaald door middel van 1 vast percentage. Vindt u dit een reëel afspiegeling van de markt?

Het is een relatief klein onderdeel van de gehele waardering. Echter, bij de definitie marktwaarde probeer je zo goed mogelijk de markt te simuleren en dat geldt net zo goed voor de kleine onderdelen. Dus ondanks dat het een klein onderdeel betreft, moeten deze kosten ook gewoon de kosten laten zien zoals die in de markt worden gehanteerd.

Vanuit de accountant krijgen wij bij de IPD-taxaties ook vragen over de belastingen die wij hanteren in de taxaties.
Mutatiegraad:

Conform het waarderingshandboek dient de mutatiegraad gebaseerd te zijn op de mutatiegraad van het afgelopen vijf jaar. Betreft dit de juiste mutatiegraad bij het taxeren op marktwaarde?

Over het algemeen werken wij met een gemiddelde mutatiegraad van de afgelopen drie jaar. De historische mutatiegraden laten over het algemeen een representatief beeld zien, met dien verstande dat bij een renovatieronde of dat het complex aan het einde van zijn cyclus zit, een herbeoordeling dient plaats te vinden van de mutatiegraden.

Overigens liggen de huren bij woningcorporaties kunstmatig laag. Een belegger zou waar mogelijk deze huren bij mutatie proberen te verhogen. Hierdoor krijg je een afwijkende mutatiegraad ten opzichte van het gemiddelde van het afgelopen vijf jaar. Daarnaast kan een belegger een actief uitpondbeleid hebben, waardoor het aantal mutaties zal toenemen.

Disconteringsvoet:
Hoe wordt binnen uw organisatie de disconteringsvoet bepaald?

Ik vind het kwalitatief aanvaardbaar dat in de markt de stapelmethode wordt gebruikt, omdat het transparant de opbouw van de disconteringsvoet laat zien. Kwantitatief vind ik het persoonlijk nog steeds een heel lastig onderdeel, omdat ik niemand ken die de deelrisico's kan toetsen.

Verder ben ik van mening dat de stapelmethode een manier is om de disconteringsvoet weer te geven. Hierbij is het wel lastig om deze deelrisico's kwantitatief te kunnen bepalen. Uiteindelijk herleiden wij de disconteringsvoet uit de markt.

De taxatie beoordelen wij uiteindelijk op basis van de rendementen, waarbij de parameters leegwaarderatio en huur/leegwaarde een onderbouwing is van de rendementen.

Komt deze disconteringsvoet overeen met de voorgeschreven disconteringsvoeten uit het waarderingshandboek?

Ik weet niet in hoeverre de bandbreedte van de disconteringsvoet in het waarderingshandboek overeenkomt met de disconteringsvoet die wij hanteren in onze rekenmodellen. Ik constateer wel dat de disconteringsvoet tussen de verschillende taxatiebureaus verschilt, omdat iedereen andere rekenmodellen gebruikt en verschillende aannames in de kasstromen doet. Dit is in principe niet fout, omdat de uitkomst altijd nog hetzelfde kan zijn waarbij alle de kasstromen anders worden gesimuleerd.

Verder ben ik van mening dat de risico's in de kasstromen bij zowel het uitpond- als bij het doorexploitatiescenario in bepaalde marktcycli gelijkwaardig kunnen zijn. Maar als de markt niet in balans is waardoor er geen evenwichtige vraag is in de vraagkant bij de doorexploitatie- (huur) en uitpond-scenario (koop), dan zal de disconteringsvoet aan de inkomstenkant een verschil laten zien tussen beide scenario's.

Daarnaast gebruiken wij een hybride model, waarbij zowel uitponden als wederverhuur mogelijk is. Wij gebruiken een hybride model, omdat de markt ook zo redeneert. In dit geval zal de disconteringvoet afwijken ten opzichte van een gesplitst uitpond en doorexploitatiescenario.

Eindwaarde:
Hoe wordt binnen uw organisatie de eindwaarde voor dergelijke taxaties bepaald?

Door middel van een exit-yield, die wij comparatief benaderen op basis van een parameteranalyse. Wat zal het getaxeerde object 10 jaar ouder en met de parameters van dan, nu waarde zijn.

In het handboek bestaat de mogelijkheid om de eindwaarde bij het scenario doorexploiteren te baseren op uitponden. Wordt van deze mogelijkheid in de praktijk gebruik gemaakt?

De eindwaarde dient vastgesteld te worden, zoals de markt die ook zal vaststellen. Hierbij gaat de markt uit van de hoogste waarde (optimale aanwending) en derhalve is er geen keuzemogelijkheid.