

OPINIE

De coronacrisis laat zien dat er op een andere manier naar waarde van vastgoed moet worden gekeken. Want wat is marktwaarde wanneer de vraag vanuit de markt door een externe oorzaak plotseling uitvalt? Het wordt daarom tijd voor een radicale systeemwijziging in de vastgoedwaardering, schrijven taxateurs **PETER VAN ARNHEM EN JOOST GIJSBERS**.

‘Marktwaarde’ is onredelijk bij vraaguitval

De taxatieleer komt in crises tot stand, als waarde opeens niet meer vanzelfsprekend is. Dat was in 1929 al zo: toen leidde de Grote Depressie tot de oprichting van wat nu heet het Appraisal Institute, de internationale vereniging van professionele taxateurs. De nasleep van de oliecrisis in de jaren zeventig leidde tot het RICS Red Book en de Internationale IVS Standaard. En na de economische crisis van 2008 werd het Platform Taxateurs en Accountants opgericht, net als het NRVT-register.

Na die crisis werd echter één discussie niet (goed) gevoerd: die over de ontoereikendheid van het marktwaardebegrip bij tijdelijke vraaguitval. Marktwaarde, de heilige koe bij financierings- en jaarrekeningstaxatie, mark-to-market, waarop ons hele financiële bestel is gestoeld, is naar onze mening geheel niet toereikend, en zelfs onredelijk bij tijdelijke vraaguitval.

Wat is er aan de hand? Waarde is een containerbegrip: iedereen verstaat er iets anders onder. Het moet dan ook door nadere definiëring toepasbaar worden gemaakt. Die definities hebben we: de Inter-

national Valuation Standards (IVS). Ze zijn breed geaccepteerd, en overgenomen door de taxateursregisters van RICS en NRVT.

Adam Smith leerde ons al dat waarde twee grondslagen heeft: enerzijds nut (*worth*) en anderzijds koopkracht bij ruil (*value*). Waar die eerste uitgaat van de functie van een object binnen het vermogen van één persoon, is de tweede meer beproefd, namelijk bestand tegen *exchange*. Waar derden vertrouwen op taxaties (financiering, jaarrekening, wetgeving) zien we dat ruilverkeer (verkoop) de geprefereerde waarderingsgrondslag is.

Vertrouwen

Nu kan iedereen waarden. De bestaansgrond voor onafhankelijke taxaties is niet zozeer vaardigheid, of marktinzicht (dat hebben participanten soms veel beter dan taxateurs) maar gesteld vertrouwen. De Romeinen wisten dat al en gaven de *verum pretium* (billijke prijs) meer vertrouwen dan het *aestimatio utilitas* (geraamde nut).

In ons hele financiële stelsel is gekozen voor marktwaarde. Marktwaarde is een theoretische prijs; de uitkomst van een transactie die verondersteld wordt aan acht kenmerken te voldoen. Deze prijs is een op



Joost Gijsbers

zich onbekende grootte die dus geschat moet worden, een schatting waaraan breed maatschappelijk vertrouwen wordt ontleend. Elke schatting kent een zekere mate van onzekerheid. Nu is de combinatie van publiek vertrouwen enerzijds en schattingsonzekerheid anderzijds een giftige cocktail, zoals de praktijk na 2008 liet zien.

Momentopname

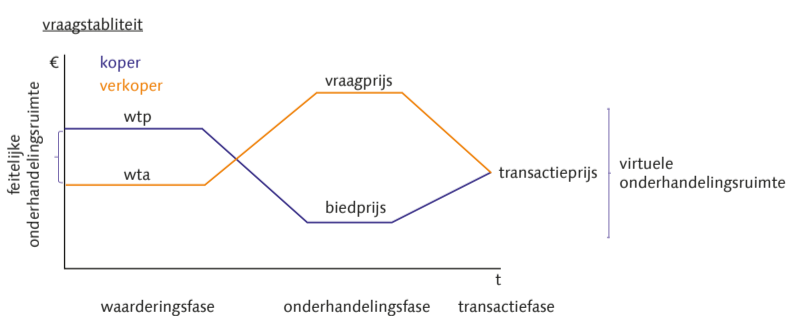
Taxaties vragen daarom om geborgd te worden. De internationale waarderingsstandaard IVS bevat een uitgebreide set van (voor taxateurs verplichte) onderdelen. En in één daarvan zit de angel. Marktwaarde IVS is een momentopname, een snapshot, een dagprijs (bij gebrek aan een centrale beurs): marktwaarde is het geschatte bedrag waartegen een actief of passief zou worden overgedragen op de waardepeildatum tussen een bereidwillige koper en een bereidwillige verkoper in een zakelijke transactie, na behoorlijke marke-

ting en waarbij de partijen zouden hebben gehandeld met kennis van zaken, prudent en niet onder dwang. Bij vraagstabiliteit komen transacties rondom de peildatum ook feitelijk tot stand.

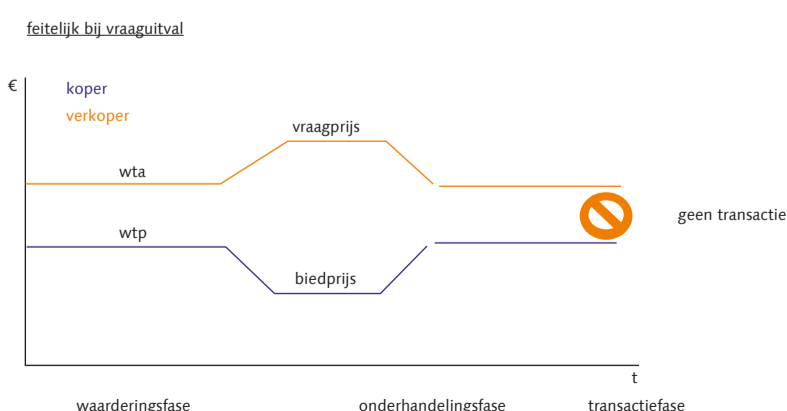
De eventuele wens tot uitstel van verkoop mag van de IVS niet worden meegenomen bij marktwaarde: ‘Door een bereidwillige verkoper’ betekent noch een overdreven enthousiaste, noch een gedwongen verkoper die bereid is tegen elke prijs te verkopen, noch iemand die bereid is op een prijs te wachten die in de huidige marktomstandigheden niet als redelijk wordt beschouwd.

De willingness to accept (WTA) is bij een stabiele markt normaliter medebepalend voor de marktwaarde. Zie figuur 1. Bij tijdelijke vraaguitval echter komen transacties in de omstandigheden die gelden op de peildatum, niet feitelijk tot stand. Er zijn geen bruikbare comparables.

De door de taxateur voor marktwaarde te veronderstellen transactie is nu niet alleen fictief wat betreft zijn kenmerken, maar zelfs wat betreft zijn feitelijk bestaan. Fundamenteel is daar niets mis mee. Marktwaarde is een persoon-



Figuur 1



Figuur 2

De bestaansgrond voor onafhankelijke taxaties is niet zozeer vaardigheid of marktinzicht, maar gesteld vertrouwen

lijke schatting, comparables zijn geen absolute randvoorwaarden voor het doen van een schatting.

Uitdaging

Weliswaar is sprake van een onzekere schatting dan bij vraagstabiliteit, maar dat laat onverlet dat een schatting kan (en vaak moet) worden gemaakt. Voor taxateurs is dit een uitdaging: nu komt het niet meer aan op het berekenen van gemiddelden, of het invullen van een model, maar op visie en ervaring. Dát is schatten.

Uit de marktwaardedefinitie van IVS volgt echter dat bij tijdelijke vraaguitval alléén de willingness to pay (WTP) bepalend is voor de marktwaarde.

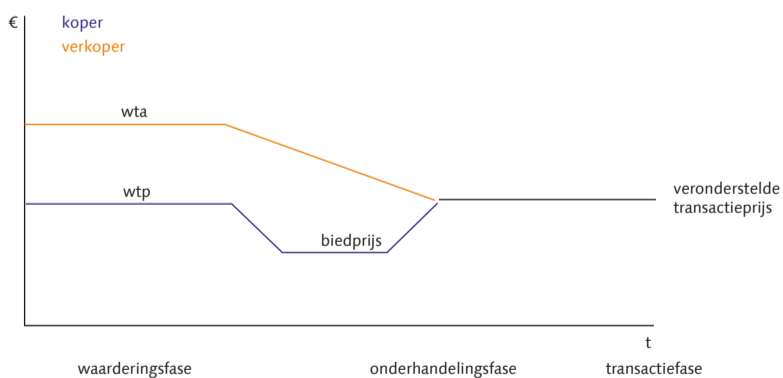
Figuur 2 geeft de gang van zaken weer bij tijdelijke vraaguitval op de peildatum. Er komt geen transactie tot stand. Figuur 3 is de gang van zaken die de taxateur moet veronderstellen op de veronderstelde transactiedatum. Met name moet de taxateur, op het moment dat hij zich een voorstelling maakt van de verkoper, er vanuit gaan dat de bereidwillige verkoper gemotiveerd is om het actief na een behoorlijke marketing tegen marktvoorwaarden te verkopen tegen de beste prijs die hij of zij er op de vrije markt voor kan krijgen, welke prijs dat ook moge zijn. De feitelijke omstandigheden van de werkelijke eigenaar maken geen deel uit van deze beschouwing, omdat de bereidwillige verkoper een hypothetische eigenaar is.

De transactie – die niet feitelijk maar enkel in de gedachten van de taxateur tot stand komt – levert een prijs op die gelijk is aan de willingness to pay. De willingness to accept wordt bij tijdelijke vraaguitval irrelevant. De verkoper is lijdelijk, accepteert de hoogste biedprijs, hoe laag die ook moge zijn en wordt verondersteld niet bereid te zijn tot verkoopuitstel.

Relevant

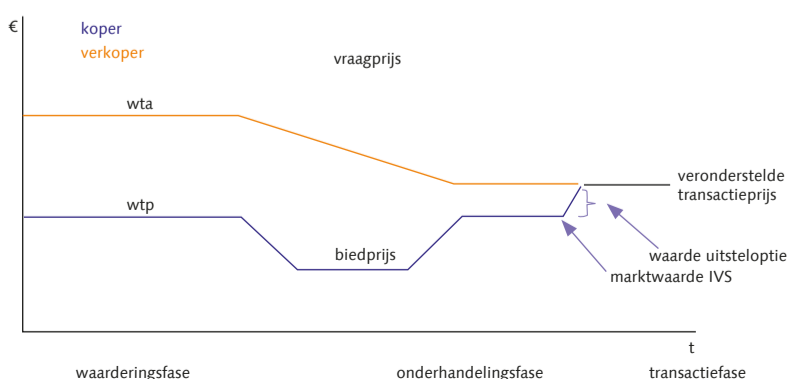
Het probleem is wat ons betreft niet of dit zo kan (dat kan, schattingsonzekerheid verhindert geen marktwaardeopinie), en ook niet

marktwaarde IVS bij vraaguitval



Figuur 3

redelijke marktwaarde



Figuur 4

of dit zo moet (dat moet gewoon, volgt uit de marktwaardedefinitie). Het probleem hier is vooral: wanneer is marktwaarde bij tijdelijke vraaguitval eigenlijk relevant? Op welke zinvolle vraag geeft marktwaarde een antwoord? Op die van een financier (financieringstaxaties)? Op die van aandeelhouders (balanstaxaties)?

Het marktwaardebegrip voldoet aan het criterium van marktconformiteit, maar niet aan het criterium van de redelijkheid. Immers: een wezenlijk vermogensbestanddeel van de verkoper, zijn aan zijn eigendom verbonden reële optie tot verkoopuitstel, mag niet worden meegenomen bij marktwaarde. Anders geformuleerd: de verkoper wordt gedacht niet overgretig en al helemaal niet gedwongen, maar wel per peildatum verkoopbereid te zijn. Die veronderstelling is in strijd met de redelijkheid op het moment dat alle redelijk handelende lotgenoten besluiten tot uitstel en wachten op betere tijden. Kortom: marktwaarde bij tijdelijke vraaguitval is een onredelijk waardebegrip.

In alle crises wordt dat erkend, zij het stilzwijgend. Juist dan ontstaat de behoefte aan een waardebegrip waarin die redelijkheid wel tot uitdrukking komt: real economic value, sustainable value, economische waarde enzovoort.

Bij tijdelijke vraaguitval geeft marktwaarde op geen enkele vraag een volledig antwoord. Niet voldoende op die van de financier ('wat brengt het nu op?'), want dan is sowieso sprake van default en is marktwaarde reeds daarom niet van toepassing. En ook niet op die van de aandeelhouders ('waarvoor moet het op de balans?'), want een fictieve verkoop-nú veronderstellen houdt in: geen waarde toekennen aan de waardevolle reële uitsteloptie, hetgeen geen getrouw beeld geeft van de vermogenspositie.

Welk waardebegrip is dan wel relevant? *Mortgage lending value* (voorzichtige waarde) natuurlijk niet, want hoe voorzichtig, is geheel arbitrair. Het langetermijngemiddelde *sustainable value* (duurzame waarde) evenmin, want hoe



Peter van Arnhem

duurzaam is eveneens geheel arbitrair en niet te definiëren. Ook het nieuwlichtersbegrip 'economische waarde' is onbruikbaar. Economische waarde gaat uit van één (constante waarde) methode en – erger nog – één subject.

'Redelijke marktwaarde'

Wat wel relevant zou kunnen zijn, is een waardebegrip dat wel degelijk is gebaseerd op verkoop, maar met een uitbreiding van het bestaande marktwaardebegrip zoals IVS dat kent. Wij geven het als werktitel: 'redelijke marktwaarde'. Hierbij wordt inderdaad uitgegaan van kopersworth, de willingness to pay (lees bij tijdelijke vraaguitval: de marktwaarde), maar nu vermeerderd met de waarde van de reële optie van de verkoper tot uitstel. Die heeft namelijk een zelfstandige vermogenswaarde. De verkoper geeft bij het aangaan van de transactie immers twee dingen op: allereerst zijn eigendom en vervolgens zijn reële optie tot verkoopuitstel.

De verkoper zal in redelijkheid compensatie willen voor beide. Als de koper de eerste vergoedt en de tweede afkoopt, is er nog steeds sprake van een zuivere geobjectiverde transactieprijs, zoals marktwaarde is bedoeld dus.

Methodisch lastig, vanwege grote uncertainty, maar niet met méér uncertainty dan bij gewone 'marktwaarde' bij vraaguitval, zonder beschikbare comparables. Uncertainty is dan ook niet fundamenteel voor schatten, maar maakt een schatting hoogstens lastiger uitlegbaar.

Onze kerngedachte, zoals blijkt uit figuur 4, is dus: marktwaarde bij tijdelijke vraaguitval is onrede-

lijk en irrelevant, want marktwaarde mag de reële uitsteloptie van de verkoper (en die is er, en heeft een afzonderlijke vermogenswaarde) niet meenemen.

Mark-to-market laat ons gewoon in de steek bij tijdelijke vraaguitval. Bij tijdelijke vraaguitval zit er een tegenstrijdigheid in de marktwaardedefinitie van IVS. Er wordt bij de verkoper afwezigheid van dwang verondersteld, maar hoe is het om-niet opgeven van iemands uitsteloptie anders in te denken dan vanuit dwaling of dwang?

'Redelijke marktwaarde' lijkt wel relevant. De grondslag is nu niet de opbrengst in cash op één snapshot in de tijd, maar kijkt naar het object als vermogensbestanddeel van een willige koper en een 'nergens toe verplichte' verkoper, ook op één moment. Dit doet meer recht aan de werkelijke posities van partijen dan geforceerd een handeling veronderstellen die niemand in

redelijkheid, zonder daartoe gedwongen te zijn, zou uitvoeren.

Redelijke marktconforme waarde = marktwaarde (kopersworth) + waarde reële optie tot transactieuitstel verkoper (uitgedrukt als percentage van de marktwaarde). Bij redelijke marktwaarde blijft de ruilgedachte geheel in stand. Deze waarde is niet 'in the eyes of the beholder', maar een echte – en nu ook billijke – prijs. Veel hogere wiskunde is voor het afkopen van de reële optie niet nodig, wel scenario-denken, dat is iets voor een vervolg.

Redelijk of niet, marktwaarde blijft altijd een schatting van een op zich niet geheel te falsificeren of verifiëren grootheid, en gaat altijd gepaard met schattingsonzekerheid.

Wij zijn ervan overtuigd dat veel taxateurs een dergelijke gedachte al stilzwijgend toepassen bij een kopersstaking. In 2008 werd – begrijpelijkerwijs – de pijn van het moment per ultimo verslagjaar ook niet altijd genomen. Neveneffect daarvan was wel dat marktwaardebegrip bewust of onbewust niet zuiver werd geïnterpreteerd, met een verschillende praxis onder taxatiebureaus als gevolg. Dat laatste trok toen de aandacht van de toezichhouders, wat uiteindelijk het Platform Taxateurs en Accountants (PTA) opleverde, en in het kielzog daarvan het NRVT-register.

De huidige situatie biedt de kans deze zaken opnieuw te overdenken, waarbij we ons realiseren dat de problematiek fundamenteel is dan 'corona'.

OVER DE AUTEURS

Peter van Arnhem en Joost Gijsbers zijn register-taxateurs Grootzakelijk Vastgoed

'Redelijke marktwaarde' is de marktwaarde vermeerderd met de waarde van de reële optie van de verkoper tot uitstel