

Waardering van en toelichting op vastgoedbeleggingen
Toezicht Financiële Verslaggeving

Oktober 2012



Inhoudsopgave

1	Executive Summary	4
2	Belangrijkste onderzoeksresultaten	8
3	Toelichting onderzoeksopzet & overige onderzoeks-resultaten	16
	Appendix A Toelichting op ratio marktwaarde versus boekwaarde	18

Autoriteit Financiële Markten

De AFM bevordert eerlijke en transparante financiële markten. Wij zijn de onafhankelijke gedragstoezichthouder op de markten van sparen, lenen, beleggen en verzekeren. De AFM bevordert zorgvuldige financiële dienstverlening aan consumenten en ziet toe op een eerlijke en efficiënte werking van kapitaalmarkten. Ons streven is het vertrouwen van consumenten en bedrijven in de financiële markten te versterken, ook internationaal. Op deze manier draagt de AFM bij aan de welvaart en de economische reputatie van Nederland.

1 Executive Summary

De waardering van vastgoedbeleggingen blijft actueel, mede als gevolg van de huidige economische ontwikkelingen. De AFM heeft daarom, zoals vorig jaar aangekondigd, de jaarrekening over 2011 van beursgenoteerde ondernemingen met significante vastgoedportefeuilles onderzocht op de waardering van en toelichtingen op vastgoedbeleggingen. De belangrijkste bevindingen van dit onderzoek zijn:

- **Vastgoedbeleggingsinstellingen verstrekken meer informatie over vastgoedwaardering, maar zijn onderling moeilijk vergelijkbaar;**
- **Nuttige gevoeligheidsanalyses van gebruikte veronderstellingen zijn door bijna alle vastgoedbeleggingsinstellingen gegeven en hebben voornamelijk betrekking op de disconteringsvoet en de huurinkomsten;**
- **Vastgoedbeleggingsinstellingen laten hun portefeuille 1 tot 2 keer per jaar extern taxeren;**
- **Ondanks externe taxaties waardeert de markt het vastgoed bij 4 van de 7 onderzochte vastgoedbeleggingsinstellingen circa 15% lager;**
- **Beperkt aantal vastgoedbeleggingsinstellingen geeft geen inzicht in de (vaste) exploitatiekosten van niet-verhuurd vastgoed;**
- **Financiële instellingen verstrekken aanzienlijk minder informatie dan vastgoedbeleggingsinstellingen.**

Vastgoedbeleggingsinstellingen verstrekken meer informatie over vastgoedwaardering, maar deze informatie is onderling moeilijk vergelijkbaar

In vergelijking met 2010 verstrekken vastgoedbeleggingsinstellingen over 2011, in de toelichting op vastgoedwaarderingen in hun financiële verslaggeving, meer gegevens over de waarderingmethodieken en de daaraan ten grondslag liggende veronderstellingen. De meest voorkomende veronderstellingen zijn de verwachte huurinkomsten, de disconteringsvoet en de leegstandsverwachting. Deze uitgebreidere toelichting (zowel kwalitatief als kwantitatief) heeft de relevantie, en dus de kwaliteit, van de financiële verslaggeving vergroot. Definities van de veronderstellingen en de aggregatieniveaus waarop deze informatie wordt verstrekt verschillen echter onderling. Voor beleggers is het daardoor lastig om de informatie te vergelijken. En juist vergelijkbare informatie is van groot belang voor hun besluitvorming. Met vergroting van deze vergelijkbaarheid kan de kwaliteit verder verbeteren. De AFM is dan ook van mening dat een verdere afstemming binnen de sector, bijvoorbeeld in 'European Public Real Estate Association' (EPRA) verband, om te komen tot een verdere standaardisatie van de informatie zeer gewenst zou zijn.

Vastgoedbeleggingsinstellingen geven nuttige gevoeligheidsanalyses, maar ook deze zijn lastig vergelijkbaar

Een gevoeligheidsanalyse van de gehanteerde veronderstellingen is een voor de belegger zeer nuttige aanvulling op de door de instelling gerapporteerde veronderstellingen. Inzicht in de gevoeligheid van deze veronderstellingen is van belang bij de beoordeling van de invloed van

deze veronderstellingen op de financiële kracht van de vastgoedbeleggingsinstelling. Bijna alle vastgoedbeleggingsinstellingen nemen gevoeligheidsanalyses op in hun toelichting, hoewel verdere verbetering op een aantal punten zeer gewenst is. De analyses betreffen voornamelijk de gevoeligheid als gevolg van wijzigingen in de disconteringsvoet en in mindere mate de gevoeligheid als gevolg van wijzigingen in de huurinkomsten. Het aggregatieniveau loopt echter zeer uiteen. Ook hier is de AFM van mening dat een verdere afstemming binnen de sector gewenst is om de kwaliteit van de financiële verslaggeving verder te verhogen. Daarnaast vindt de AFM dat de analyses moeten worden uitgebreid met overige belangrijke veronderstellingen, zoals de verwachte leegstand en de te verstrekken huurincentives.

Vastgoedbeleggingsinstellingen laten hun portefeuille 1 tot 2 keer per jaar extern taxeren

Alle vastgoedbeleggingsinstellingen waarderen hun vastgoed tegen reële waarde. De meest voorkomende waarderingmethodieken zijn de Discounted Cash Flow, het Netto en/of Bruto Aanvangs Rendement en de vergelijkbarewaarde methodiek. Voor de vaststelling van de reële waarde laten vastgoedbeleggingsinstellingen zich veelal bijstaan door externe taxateurs die circa 1 tot 2 keer per jaar het vastgoed taxeren. Hierbij wordt overwegend gebruik gemaakt van meerdere onderling onafhankelijke taxateurs die veelal periodiek worden gerouleerd. De AFM is van mening dat externe taxaties de geloofwaardigheid van de waardering verhogen mits deze worden uitgevoerd door onafhankelijke derden die geen direct belang hebben bij de hoogte van de waarde van het vastgoed.¹

Ondanks externe taxaties waardeert de markt het vastgoed bij 4 van de 7 onderzochte vastgoedbeleggingsinstellingen circa 15% lager

Een belangrijke maatstaf om te meten op welke wijze de markt de waardering van de vastgoedportefeuilles beoordeelt, is de ratio tussen de marktwaarde van de instelling en de intrinsieke (vermogens)waarde van de instelling. De AFM constateert bij 4 van de 7 vastgoedbeleggingsinstellingen ultimo 2011 een afname van deze ratio met circa 30% ten opzichte van ultimo 2010. In de meeste gevallen betekent dit concreet dat dit verhoudingsgetal afneemt van circa 100% ultimo 2010 naar circa 70% ultimo 2011. Dit lijkt erop te duiden dat de belegger rekening houdt met een nog altijd bestaande overwaardering van de vastgoedportefeuille van circa 15% als rekening wordt gehouden met de hefboomwerking van het vreemd vermogen. Met belastinglatenties is geen rekening gehouden.

Beperkt aantal vastgoedbeleggingsinstellingen geeft geen inzicht in de (vaste) exploitatiekosten van niet-verhuurd vastgoed

Ten slotte merken wij op dat aan de overige toelichtingsvereisten (zoals het opnemen van een gedetailleerd verloopoverzicht) door bijna alle vastgoedbeleggingsinstellingen wordt voldaan. Alleen de toedeling van de exploitatiekosten van de vastgoedbeleggingen aan verhuurd en niet-verhuurd onroerend goed wordt in een beperkt aantal gevallen niet gegeven. De AFM is van

¹ De Autoriteit Financiële Markten (AFM), de Nederlandsche Bank (DNB), de vastgoedsector en accountants hebben dinsdag 9 oktober gesproken over transparantie en reële waarderingen van vastgoedbeleggingen. Tijdens dit rondetafelgesprek stonden de aanbevelingen centraal van het Platform Taxateurs en Accountants (PTA) voor meer transparantie en eenduidige taxaties van kantoren en winkelpanden. De AFM en DNB willen in gesprek blijven met de vastgoedsector over onder meer de nadere invulling van de aanbevelingen. Een derde rondetafelgesprek staat begin 2013 gepland. De PTA is een initiatief van de Nederlandse Beroepsvereniging van Accountants (NBA) met medewerking van VastgoedCert.

mening dat inzicht in de uitgaven voor deze exploitatiekosten belangrijk is, omdat dit een vaste component vormt van de lasten van het vastgoed, ongeacht of het vastgoed is verhuurd of niet.

Financiële instellingen verstrekken aanzienlijk minder informatie dan vastgoedbeleggingsinstellingen

In tegenstelling tot de onderzochte vastgoedbeleggingsinstellingen, geven de onderzochte financiële instellingen met materiële vastgoedbeleggingen veelal alleen een kwalitatieve toelichting op de gehanteerde veronderstellingen. Een kwantitatieve toelichting heeft de AFM bij slechts 4 van de 9 instellingen aangetroffen. Dit is wel een uitbreiding ten opzichte van 2010 waarin slechts 1 instelling dit inzicht gaf. Gevoeligheidsanalyses met betrekking tot de veronderstellingen die ten grondslag liggen aan de waardering is de AFM bij financiële instellingen niet tegengekomen.

De vastgoedbeleggingsportefeuilles van financiële instellingen zijn in vergelijking met het eigen vermogen van deze financiële instellingen materieel. Inzicht in de veronderstellingen en de gevoeligheid daarvan op de waardering is dus van wezenlijk belang voor de beoordeling van de financiële kracht van de financiële instelling.

Ook financiële instellingen hanteren in de meerderheid van de onderzochte jaarrekeningen als waarderingsgrondslag de reële waarde. Bij 3 instellingen hebben wij kostprijs als grondslag aangetroffen, waarbij de reële waarde wel in de toelichting wordt vermeld. In bijna alle gevallen worden de waarderingmethodieken die ten grondslag liggen aan de reële waarde goed toegelicht. In 3 gevallen zijn wij geen nadere toelichting tegengekomen. De meest voorkomende methodieken zijn ook hier de Discounted Cash Flow, het Netto en/of Bruto Aanvangs Rendement en de vergelijkbarewaarde methodiek.

Financiële instellingen laten hun vastgoedportefeuilles aanmerkelijk minder extern taxeren dan vastgoedbeleggingsinstellingen. Verder zien we termijnen oplopend tot eens in de 5 jaar, waarbij het tevens niet altijd duidelijk is of met 1 of meerdere taxateurs wordt gewerkt. Dit komt de geloofwaardigheid van de vastgestelde reële waarden van de vastgoedbeleggingen niet ten goede.

Ten slotte merken wij op dat, net als bij de vastgoedbeleggingsinstellingen, de overige toelichtingsvereisten door financiële instellingen over het algemeen goed worden opgevolgd. Ook hier vormt de toelichting over de toedeling van de exploitatiekosten van de vastgoedbeleggingen aan verhuurd en niet-verhuurd onroerend goed een uitzondering.

Onderzoekspopulatie

Het bovenstaande onderzoek heeft betrekking op 20 uitgevende instellingen met significante vastgoedportefeuilles. Van deze instellingen kunnen 7 instellingen worden gekarakteriseerd als een typische vastgoedbeleggingsinstelling. In 9 gevallen betreft het financiële instellingen. De overige 4 instellingen zijn 2 beleggingsinstellingen die zich op een breder palet van beleggingen concentreren (waaronder vastgoed) en 2 instellingen die voornamelijk projectontwikkeling doen. Alle instellingen rapporteren op basis van IAS 40, de vastgoedbeleggingsstandaard in de IFRS.

De gemiddelde portefeuilleomvang van de vastgoedbeleggingsinstellingen bedraagt circa EUR 2,6 mrd. Bij financiële instellingen bedraagt dit circa EUR 1,7 mrd.

Voor een nadere toelichting op en onderbouwing van onze bevindingen wordt verwezen naar het volledige rapport met betrekking tot dit onderzoek.

2 Belangrijkste onderzoeksresultaten

2.1 Vastgoedbeleggingsinstellingen verstrekken meer informatie over vastgoedwaardering, maar deze informatie is onderling moeilijk vergelijkbaar

Beslissingen van beleggers hebben onder meer betrekking op het kiezen tussen alternatieve investeringsmogelijkheden. Het is voor beleggers dus belangrijk dat voldoende informatie wordt verstrekt over de wijze waarop de vastgoedportefeuilles worden gewaardeerd. Hierbij is een uitgebreide beschrijving van de gehanteerde waarderingsmethodieken een minimale vereiste. Voorts is het belangrijk om nadere kwalitatieve en kwantitatieve informatie te verstrekken over de gehanteerde veronderstellingen. Ten slotte is het belangrijk dat de informatie onderling vergelijkbaar is. De vergelijkbaarheid wordt verbeterd indien in de gerapporteerde toelichtingen de gebruikte veronderstellingen eenduidig worden vastgesteld en op hetzelfde aggregatieniveau worden weergegeven.

International Accounting Standard 40 (IAS 40) schrijft in alinea 40.75(d) voor dat de instelling met betrekking tot haar vastgoedbeleggingen een nadere toelichting dient te verschaffen over de gehanteerde waarderingsmethodiek en de hierbij gebruikte veronderstellingen. In haar 'Conceptual Framework' stelt de IASB dat informatie relevanter is als deze onderling en in de tijd vergelijkbaar is (QC 20). Voorts stelt de IASB dat vergelijkbaarheid niet hetzelfde is als consistentie maar dat consistentie wel bijdraagt aan een grote mate van vergelijkbaarheid (QC 22). Ten slotte stelt de IASB dat vergelijkbaarheid niet hetzelfde is als uniformiteit. Uniformiteit dient te worden toegepast op gelijksoortige zaken. Het mag niet leiden tot het gelijksoortig voorstellen van verschillende zaken (QC 23).

De AFM is van mening dat naast een kwalitatieve beschrijving van de gehanteerde veronderstellingen ook een gedetailleerde kwantitatieve beschrijving dient te worden gegeven. Voorts is de AFM van mening dat de kwaliteit van de financiële verslaggeving zal toenemen indien de veronderstellingen die worden gehanteerd bij de waardebeoordeling van vastgoedportefeuilles onderling vergelijkbaar zouden zijn.

In de door de AFM onderzochte jaarrekeningen is specifieke aandacht geschonken aan de wijze waarop de gehanteerde veronderstellingen zijn verantwoord. Hierbij is gelet op:

- **Welke veronderstellingen kwalitatief en/of kwantitatief worden toegelicht;**
- **In welke mate de veronderstellingen afwijken van de veronderstellingen in de jaarrekening over het voorgaand boekjaar en in de jaarrekeningen van vergelijkbare ondernemingen;**
- **Welke mate van aggregatie is toegepast;**
- **Op welke plaats in het jaarverslag, de jaarrekening of het directieverslag deze informatie wordt verstrekt.**

In vergelijking met 2010 verstrekken vastgoedbeleggingsinstellingen over 2011, in de toelichting op vastgoedwaarderingen in hun financiële verslaggeving, meer gegevens over de waarderingsmethodieken en de daaraan ten grondslag liggende veronderstellingen. Deze

uitgebreidere toelichting (zowel kwalitatief als kwantitatief) heeft de relevantie, en dus de kwaliteit, van de financiële verslaggeving vergroot.

De meest voorkomende veronderstellingen die nader kwantitatief worden toegelicht zijn de verwachte huurinkomsten (6 vermeldingen), de disconteringsvoet (5 vermeldingen) en bezettingsgraad (3 vermeldingen). In vergelijking tot het boekjaar 2010 is deze toelichting verdubbeld (2010: totaal 7 vermeldingen). De in de waardering betrokken bezettingsgraad werd in 2010 in het geheel niet toegelicht. De AFM zal in haar komende onderzoeken nagaan in welke mate ondernemingen die deze veronderstellingen nog niet (allemaal) toelichten, dit in hun toekomstige jaarrekeningen wel doen.

De meeste vastgoedbeleggingsinstellingen aggregeren de verstrekte informatie op landenniveau. Een beperkt aantal ook op objectniveau. Hierbij wordt aangetekend dat dit alleen instellingen betreft die zich op één type object concentreren. Instellingen met diverse types vastgoed splitsen de veronderstellingen niet uit per type vastgoed.

In onderstaande tabel staat een samenvatting van de hierboven beschreven bevindingen. Deze informatie is grotendeels in de jaarrekening van vastgoedbeleggingsinstellingen opgenomen. Slechts in 2 gevallen kwam de AFM aanvullende, kwantitatieve informatie met betrekking tot de veronderstellingen tegen in het jaarverslag. Het betrof hier nadere informatie over de looptijd van de huurcontracten. De AFM is van mening dat deze informatie thuishoort in de jaarrekening en niet in het jaarverslag.

Veronderstelling	Aantal vermeldingen	Mate van aggregatie			Uitbreiding t.o.v. voorgaand boekjaar
		Geen	Land	Type	
Huurinkomsten	6	1	5	3	2
Disconteringsvoet	5	0	5	2	2
Looptijd contract	2	0	2	1	2
Huurincentives	1	0	1	1	1
Aan- en verkoopkosten	2	0	2	2	0
Bezettingsgraad	3	0	3	1	3
Eindwaarde	1	0	1	1	0
Inflatie	1	0	1	1	1
Groei	1	0	1	1	1

Op basis van haar onderzoek constateert de AFM dat de nadere toelichting met betrekking tot de gehanteerde veronderstellingen verbeterd is ten opzichte van 2010. Echter de onderling afwijkende veronderstellingen alsmede het onderlinge afwijkende aggregatieniveau maakt vergelijking tussen de vastgoedbeleggingsinstellingen moeilijk. De AFM is dan ook van mening dat een verdere afstemming binnen de sector, om te komen tot een verdere standaardisatie van de informatie, zeer gewenst is. Dit zou bijvoorbeeld onder leiding van de EPRA, waarbij de meerderheid van de onderzochte beursgenoteerde vastgoedbeleggingsinstellingen is aangesloten, tot stand kunnen komen. Uiteraard zal de AFM de uitkomsten van dit nadere overleg toetsen aan de verslaggevingsvoorschriften.

2.2 Vastgoedbeleggingsinstellingen geven nuttige gevoeligheidsanalyses, maar ook deze zijn lastig vergelijkbaar

De veronderstellingen die worden gebruikt bij de bepaling van de reële waarde van de vastgoedbeleggingen zijn inherent subjectief. Het is daarom belangrijk dat een belegger inzicht heeft in de gevoeligheid van de vastgoedwaardering voor wijzigingen in deze veronderstellingen. Dit inzicht wordt vergroot indien vastgoedbeleggingsinstellingen gevoeligheidsanalyses verstrekken van de belangrijkste veronderstellingen die zijn gebruikt bij de waardering van de vastgoedportefeuille. Ook hier geldt dat vergelijkbaarheid het inzicht van de gebruiker vergroot.

IAS 40 kent geen specifieke voorschriften met betrekking tot gevoeligheidsanalyses van de gebruikte veronderstellingen. IFRS 13, die naar verwachting vanaf 1 januari 2013 moet worden toegepast, schrijft een kwalitatieve beschrijving van de gevoeligheden van de veronderstellingen voor (IFRS 13.93(h)). De IASB heeft hiermee tegemoet willen komen aan de bezwaren van de opstellers van financiële overzichten, dat de kosten van een kwantitatieve toelichting de baten overschrijden (IFRS 13.BC.205), ondanks het expliciete verzoek van gebruikers van de informatie om deze toelichting te verplichten.

De AFM is van mening dat een kwantitatieve gevoeligheidsanalyse als aanvulling op een kwalitatieve toelichting het inzicht in de waardering van de vastgoedbeleggingen voor de gebruiker vergroot. Daarom heeft de AFM in haar onderzoek tevens dit aspect betrokken. Uit het onderzoek blijkt dat 6 van de 7 onderzochte vastgoedbeleggingsinstellingen een gevoeligheidsanalyse verstrekken. In 6 gevallen betreft dit de disconteringsvoet waarvan in 4 gevallen ook de gevoeligheid van de verwachte huurinkomsten wordt gegeven. Deze laatste toelichting is in 3 gevallen een uitbreiding ten opzichte van 2010.

De helft van de vastgoedbeleggingsinstellingen verstrekt de gevoeligheidsanalyse(s) geaggregeerd op landenniveau. Hierbij wordt opgemerkt dat in 2 van de 3 gevallen de vastgoedbeleggingsinstelling slechts één type vastgoed beheert. Hierdoor is er dus feitelijk inzicht per land en type vastgoed. De andere helft verstrekt de analyse op portefeuilleniveau. De AFM heeft geen gevoeligheidsanalyses aangetroffen met betrekking tot de gehanteerde bezettingsgraad en de te verstrekken huurincentives.

De AFM is van mening dat een verdere afstemming binnen de sector, voor wat betreft de mate van aggregatie van de verstrekte informatie, ook hier gewenst is om de kwaliteit van de

financiële verslaggeving verder te verhogen. Ook vindt de AFM dat de analyses moeten worden uitgebreid met overige belangrijke veronderstellingen, zoals de gevoeligheid van de waarde van de vastgoedportefeuille met betrekking tot de bezettingsgraad en de te verstrekken huurincentives.

2.3 Vastgoedbeleggingsinstellingen laten hun portefeuille 1 tot 2 keer per jaar extern taxeren

Taxaties van de vastgoedportefeuille kunnen zowel intern als extern worden uitgevoerd. Interne taxaties zijn goedkoper, externe taxaties verhogen echter de geloofwaardigheid van de taxatie. Bij externe taxaties is het wel van belang dat de taxateur onafhankelijk is. De kosten van de taxatie dienen bijvoorbeeld niet gerelateerd te zijn aan de waarde van de vastgoedportefeuille. Voorts is het belangrijk dat de externe taxateur deskundig is en ervaring heeft met taxaties van gelijksoortig vastgoed. Verdere verhoging van de geloofwaardigheid wordt bereikt door meerdere taxateurs in te schakelen of de taxateurs periodiek te laten rouleren.

IAS 40 schrijft geen taxaties door externe taxateurs voor. Wel vereist IAS 40.75(e) dat de onderneming vermeldt of de taxatie door een externe taxateur is uitgevoerd en wat de deskundigheid is van de externe taxateur met betrekking tot het vastgoed van de onderneming. Uit de toelichting op IAS 40 blijkt dat de IASB het gebruik van een externe taxateur aanmoedigt maar niet verplicht (IAS 40.B.56).

Alle vastgoedbeleggingsinstellingen waarderen hun vastgoed tegen reële waarde. De meest voorkomende waarderingmethodieken zijn de Discounted Cash Flow, het Netto en/of Bruto Aanvangs Rendement en de vergelijkbarewaarde methodiek. Voor de vaststelling van de reële waarde laten vastgoedbeleggingsinstellingen zich veelal bijstaan door externe taxateurs. In haar onderzoek constateert de AFM dat 6 van de 7 onderzochte vastgoedbeleggingsinstellingen hun vastgoedportefeuille ten minste eenmaal per jaar extern laten taxeren. Bij 4 van de 7 onderzochte instellingen wordt de vastgoedportefeuille 2 maal per jaar door externe taxateurs gewaardeerd. Bij 2 instellingen wordt aangegeven dat zij gebruik maken van meerdere taxateurs die periodiek worden gerouleerd.

De AFM is van mening dat externe taxaties de geloofwaardigheid van de vastgoedwaarderingen bevordert. Daarom moedigt de AFM instellingen aan om ten minste eenmaal per jaar hun gehele vastgoedportefeuille door een onafhankelijke externe taxateur te laten taxeren. Periodieke roulatie van de taxateurs zal de geloofwaardigheid van de taxaties ten goede komen.²

² De Autoriteit Financiële Markten (AFM), de Nederlandsche Bank (DNB), de vastgoedsector en accountants hebben dinsdag 9 oktober gesproken over transparantie en reële waarderingen van vastgoedbeleggingen. Tijdens dit rondetafelgesprek stonden de aanbevelingen centraal van het Platform Taxateurs en Accountants (PTA) voor meer transparantie en eenduidige taxaties van kantoren en winkelpanden. De AFM en DNB willen in gesprek blijven met de vastgoedsector over onder meer de nadere invulling van de aanbevelingen. Een derde rondetafelgesprek staat begin 2013 gepland. De PTA is een initiatief van de Nederlandse Beroepsvereniging van Accountants (NBA) met medewerking van VastgoedCert.

2.4 Ondanks externe taxaties waardeert de markt het vastgoed bij 4 van de 7 onderzochte vastgoedbeleggingsinstellingen circa 15% lager

De AFM heeft onderzocht hoe de ratio tussen de marktwaarde en de boekwaarde van de vastgoedbeleggingsinstellingen zich heeft ontwikkeld. Deze ratio is onder meer een indicatie van de inschatting door de beleggers van de marktwaarde van de vastgoedbeleggingen. De EPRA is van mening dat de boekwaarde van een vastgoedbeleggingsinstelling teveel wordt beïnvloed door bepaalde verslaggevingsvoorschriften (bijvoorbeeld verwerking van derivaten en latente belastingverplichtingen). Daarom heeft de EPRA haar eigen definitie van de boekwaarde ontwikkeld. Dit betreft de 'Triple Net Asset Value' (NNNAV). Daarom onderzoekt de AFM naast de ontwikkeling van de ratio op basis van de IFRS boekwaarde van het eigen vermogen tevens de ontwikkeling van de ratio op basis van de NNNAV. Overigens geven slechts 4 van de 7 instellingen de NNNAV in hun financiële verslaggeving.

De AFM constateert dat ten opzichte van 2010 de ratio marktwaarde/boekwaarde per 30 april 2012 met gemiddeld 27% is gedaald. Per 31 december 2011 bedraagt de daling gemiddeld 24% ten opzichte van 31 december 2010. Ten opzichte van de NNNAV bedragen de dalingen respectievelijk 27% en 28%. Nadere analyse wijst uit dat 2 instellingen relatief constant zijn gebleven en dat 1 instelling in financiële problemen is gekomen³. Gecorrigeerd voor de instellingen met een relatief constante ratio marktwaarde/boekwaarde bedraagt de afname van deze ratio's respectievelijk 32% en 33% op basis van IFRS boekwaarde en 27% en 31% op basis van NNNAV. In appendix A is een nadere toelichting op en een volledig overzicht van de resultaten opgenomen.

Op basis van bovenstaande bevindingen vermoedt de AFM dat de beleggers verdere afwaarderingen van de vastgoedportefeuille verwachten. Deze afwaarderingen zijn reeds geheel of ten dele in de marktwaarde verwerkt. Hierbij is het opvallend dat de afnamen van de ratio op basis van IFRS en op basis van de NNNAV ongeveer van gelijke orde zijn. Hieruit concludeert de AFM dat de invloed van overige factoren, zoals hedging van renterisico's en de aanwezigheid van latente belastingen, weinig invloed heeft op de verwachte kasstromen. De vastgoedbeleggingsportefeuilles zijn gemiddeld met 55% eigen vermogen gefinancierd. Gecorrigeerd hiervoor lijkt de markt dus een verdere afwaardering van de vastgoedportefeuilles met circa 15% te verwachten.

2.5 Beperkt aantal vastgoedbeleggingsinstellingen geeft geen inzicht in de (vaste) exploitatiekosten van niet-verhuurd vastgoed

Uitsplitsing van de resultaten uit vastgoedbeleggingen is belangrijk voor de belegger omdat de diverse inkomsten en uitgaven een verschillend karakter hebben. Inzicht in de uitgaven voor de regelmatig terugkerende exploitatiekosten van vastgoedbeleggingen is belangrijk omdat dit een vaste component vormt van de lasten van het vastgoed, ongeacht of het vastgoed is verhuurd

³ Deze instelling is, vanwege de uitzonderlijke situatie waarin het zich bevindt, niet meegenomen bij de bepaling van het populatiegemiddelde van de ratio marktwaarde/boekwaarde.

of niet. Voorts is het belangrijk om te kunnen vaststellen welk deel van deze kosten kunnen worden verhaald op de gebruiker van het vastgoed. Daarom is het van belang dat de belegger inzicht heeft in het deel van de exploitatiekosten dat betrekking heeft op verhuurd vastgoed en het deel dat betrekking heeft op niet-verhuurd vastgoed.

IAS 40.75(f)(ii) en (iii) schrijven expliciet voor dat inzicht dient te worden gegeven in directe exploitatielasten die voortvloeien uit vastgoedbeleggingen die tijdens de periode wel en die tijdens de periode geen huurinkomsten hebben gegenereerd.

De AFM constateert bij 3 van de 7 onderzochte vastgoedbeleggingsinstellingen dat deze uitsplitsing niet wordt gegeven. Hierbij merkt de AFM op dat bij 1 instelling sprake is van een leegstandspercentage kleiner dan 1% en dat deze splitsing wellicht niet materieel is.

De AFM is van mening dat inzicht in de gedekte en ongedekte vaste exploitatiekosten van belang is voor de belegger. De AFM roept de betreffende instellingen dan ook op om in haar toekomstige financiële verslaggeving de vaste exploitatiekosten te splitsen in overeenstemming met IAS 40.75(f)(ii) en (iii).

2.6 Financiële instellingen verstrekken aanzienlijk minder informatie dan vastgoedbeleggingsinstellingen

De omvang van de portefeuille vastgoed bij financiële instellingen is in absolute bedragen vergelijkbaar met het bedrag van deze portefeuille bij vastgoedbeleggingsinstellingen. Ten opzichte van het eigen vermogen zijn de vastgoedbeleggingsportefeuilles bij alle onderzochte financiële instellingen kleiner maar wel materieel. Inzicht in deze vastgoedbeleggingsportefeuilles is daarom van belang voor de belegger.

IFRS kent geen specifieke bepalingen met betrekking tot financiële instellingen. Financiële instellingen dienen dus bij de waardering en presentatie van de vastgoedbeleggingsportefeuilles net als de vastgoedbeleggingsinstellingen de verslaggevingsregels van IAS 40 in acht te nemen.

De AFM heeft naast de vastgoedbeleggingsinstellingen ook financiële instellingen met materiële vastgoedbeleggingsportefeuilles onderzocht. De gemiddelde omvang van de vastgoedbeleggingsportefeuilles bij de onderzochte financiële instellingen bedraagt circa EUR 1,7 mrd. Dit is gemiddeld 10% van het eigen vermogen. Dit laatste percentage varieert echter sterk. Bij 3 instellingen is het percentage aanmerkelijk lager, bij 2 instellingen ongeveer gelijk en bij 4 instellingen aanmerkelijk hoger. In het laatste geval lopen de percentages uiteen van 26% tot 110%.

In tegenstelling tot de onderzochte vastgoedbeleggingsinstellingen, geven de onderzochte financiële instellingen met materiële vastgoedbeleggingen veelal alleen een kwalitatieve toelichting op de gehanteerde veronderstellingen. Een kwantitatieve toelichting heeft de AFM bij slechts 4 instellingen aangetroffen. Dit is wel een uitbreiding ten opzichte van 2010, waarin

slechts 1 instelling dit inzicht gaf. Van de 4 instellingen waarbij de vastgoedbeleggingsportefeuille meer dan 25% van het eigen vermogen bedraagt, heeft slechts 1 instelling een nadere kwantitatieve toelichting op de veronderstellingen gegeven.

Gevoeligheidsanalyses van de veronderstellingen die ten grondslag liggen aan de waardering van de vastgoedbeleggingen is de AFM bij financiële instellingen niet tegengekomen.

De vastgoedbeleggingen van financiële instellingen zijn in vergelijking met het eigen vermogen van deze financiële instellingen veelal materieel. Inzicht in de veronderstellingen en de gevoeligheid daarvan op de waardering is dus van wezenlijk belang voor de beoordeling van de financiële kracht van de financiële instelling. De AFM roept de betreffende instellingen dan ook op in hun toekomstige financiële verslaggeving meer inzicht te geven in de veronderstellingen en de gevoeligheid van deze veronderstellingen.

Financiële instellingen hanteren in de meerderheid van de onderzochte jaarrekeningen als waarderingsgrondslag de reële waarde. Bij 3 instellingen heeft de AFM kostprijs als grondslag aangetroffen. Hoewel volgens IAS 40 deze grondslag is toegestaan, komt deze toch beduidend minder voor zoals ook uit dit onderzoek blijkt. Bij 2 van deze 3 instellingen bedraagt de portefeuille op basis van de kostprijs meer dan 25% van het eigen vermogen. Overigens wordt de reële waarde in die gevallen wel in de toelichting vermeld.

In bijna alle gevallen worden de waarderingsmethodieken die ten grondslag liggen aan de reële waarde goed toegelicht. In 3 gevallen heeft de AFM geen nadere toelichting aangetroffen. De meest voorkomende methodieken zijn ook hier de Discounted Cash Flow, het Netto en/of Bruto Aanvangs Rendement en de vergelijkbarewaarde methodiek.

Financiële instellingen laten hun vastgoedportefeuilles aanmerkelijk minder vaak extern taxeren dan vastgoedbeleggingsinstellingen. Veelal wordt er slechts eenmaal per jaar door externe taxateurs getaxeerd, waarbij in 2 gevallen deze termijn eens in de 5 jaar bedraagt. In 1 geval was er geen vermelding met betrekking tot de wijze waarop de taxaties tot stand zijn gekomen. Voorts is het niet altijd duidelijk of met 1 of meerdere taxateurs wordt gewerkt. Deze bevindingen komen de betrouwbaarheid van de vastgestelde reële waarden van de vastgoedbeleggingen niet ten goede.

Ten slotte merken wij op dat, net als bij de vastgoedbeleggingsinstellingen, de overige toelichtingsvereisten door financiële instellingen over het algemeen goed worden opgevolgd. Ook hier vormt de toelichting over de toedeling van de exploitatiekosten van de vastgoedbeleggingen aan verhuurd en niet-verhuurd onroerend goed een uitzondering.

De AFM is van mening dat de verslaggeving over de waardering van vastgoedbeleggingsportefeuilles bij financiële instellingen aanzienlijk kan worden verbeterd. Hierbij denkt de AFM ondermeer aan:

- **Meer kwantitatieve informatie over de veronderstellingen;**

- Opname van gevoeligheidsanalyses van de belangrijkste veronderstellingen;
- Grotere regelmaat in externe taxaties.

3 Toelichting onderzoeksopzet & overige onderzoeksresultaten

3.1 Aanleiding, doelstellingen en populatie

De waardering van vastgoedbeleggingen blijft actueel, mede als gevolg van de huidige gure economische omstandigheden. Het themaonderzoek IAS 40 heeft als doel ondernemingen te stimuleren de kwaliteit van de financiële verslaggeving over vastgoedbeleggingen te verbeteren. Daarmee draagt het toezicht bij aan het verdiepen van de kennis van het publiek in de ondernemingen en bevordert daarmee het functioneren van de kapitaalmarkten.

De AFM heeft daarom, zoals vorig jaar aangekondigd, de jaarrekening over 2011 van 20 uitgevende instellingen met significante vastgoedportefeuilles onderzocht op de waardering van en toelichtingen op vastgoedbeleggingen. Van deze 20 instellingen kunnen 7 instellingen worden gekarakteriseerd als een typische vastgoedbeleggingsinstelling. Onder de overige 13 instellingen bevinden zich 9 financiële instellingen, 2 beleggingsinstellingen die zich op een breder palet van beleggingen concentreren (waaronder vastgoed) en 2 instellingen die voornamelijk projectontwikkeling doen.

De onderzoekspopulatie betreft daarmee alle vastgoedbeleggingsinstellingen genoteerd aan de AEX, AMX en ASCX van Euronext per 31 december 2011 (ICB 8700), alsmede financiële instellingen waarvan a priori wordt verwacht dat zij een substantiële vastgoedbeleggingsportefeuille hebben (>2,5% van totaal activa). Overige instellingen, zoals corporates met substantiële vastgoedportefeuilles, zijn niet geselecteerd aangezien het hier veelal strategisch onroerend goed ten dienste van de activiteiten van de corporate betreft⁴.

Alle instellingen rapporteren op basis van IAS 40, de vastgoedbeleggingsstandaard in de IFRS. De gemiddelde portefeuilleomvang bij de vastgoedbeleggingsinstellingen bedraagt circa EUR 2,6 mrd. Bij financiële instellingen bedraagt deze circa EUR 1,7 mrd.

3.2 Onderzoeksresultaten overige instellingen

De onderzoeksresultaten van de overige 4 instellingen, waarvan 2 voornamelijk projectontwikkeling doen en 2 voornamelijk gemengde beleggingsportefeuilles hebben, zijn divers.

Eén instelling geeft alleen kwalitatief inzicht in de waarderingmethodieken en gehanteerde veronderstellingen. Deze instelling heeft echter in 2012 haar volledige vastgoedbeleggingsportefeuille verkocht en waardeert ultimo 2011 haar portefeuille tegen de verkoopprijs.

⁴ Ahold heeft bijvoorbeeld een grote portefeuille, maar dit betreffen winkellocaties die Ahold vooral aanhoudt vanwege strategische redenen.

De overige instellingen geven zowel kwalitatief als kwantitatief inzicht in de waarderingsmethodieken en de daarbij gehanteerde veronderstellingen. Ten opzichte van 2010 zijn met name de kwantitatieve toelichtingen sterk uitgebreid. Aggregatie vindt plaats op landenniveau en in mindere mate op type vastgoed.

Een gevoeligheidsanalyse wordt, evenals in 2010, slechts door één onderneming verstrekt. Hierbij wordt zowel de gevoeligheid van de disconteringsvoet als van de huurinkomsten vermeld, geaggregeerd op landenniveau.

Voor wat betreft de overige toelichtingen zoals vereist in IAS 40 constateert de AFM, net als bij de vastgoedbeleggingsinstellingen, dat deze over het algemeen goed worden gevolgd, met uitzondering van de uitsplitsing van de exploitatiekosten naar verhuurd en niet-verhuurd onroerend goed.

Appendix A Toelichting op ratio marktwaarde versus boekwaarde

De theoretische marktwaarde van een onderneming is in principe gelijk aan de contante waarde van de toekomstige geldstromen. Dit geldt mutatis mutandis ook voor de reële waarde van de activa en verplichtingen van de onderneming. Indien alle activa en verplichtingen van de onderneming tegen reële waarde zouden worden gewaardeerd, dan is in theorie de marktwaarde van een onderneming gelijk aan de boekwaarde van het eigen vermogen van die onderneming. In de praktijk is dit niet het geval omdat niet alle activa en verplichtingen tegen reële waarde worden gewaardeerd en omdat (zelf ontwikkelde) economische goodwill niet mag worden geactiveerd.

Vastgoedbeleggingsinstellingen kennen een relatief eenvoudige balans. De belangrijkste activa zijn de vastgoedbeleggingen en de belangrijkste verplichtingen zijn de opgenomen leningen. Vastgoedbeleggingen worden door alle vastgoedbeleggingsinstellingen op reële waarde gewaardeerd. De opgenomen leningen worden tegen geamortiseerde kostprijs gewaardeerd. Afgezien van fiscale implicaties, kan dus in beginsel alleen de reële waardecorrectie op de opgenomen leningen voor een verschil in de marktwaarde ten opzichte van de boekwaarde zorgen. Dit verschil is relatief beperkt, gegeven de korte rentetypische looptijd van de leningen bij de vastgoedbeleggingsinstellingen (overwegend korter dan vijf jaar). Voorts zou dit verschil in vergelijking tot het voorgaand boekjaar relatief constant moeten zijn vanwege het feit dat de rentecurve ultimo 2011 niet significant afwijkt van de rentecurve ultimo 2010.

De AFM heeft onderzocht hoe de ratio tussen de marktwaarde en de boekwaarde van de vastgoedbeleggingsinstellingen zich heeft ontwikkeld. Deze ratio is uitgerekend per ultimo 2011 en 2010 en het verschil tussen beide metingen is bepaald. Hierbij is zowel de ratio op basis van de boekwaarde volgens IFRS als de door de EPRA ontwikkelde NNNAV berekend. Deze laatste ratio betreft slechts 4 instellingen omdat niet alle instellingen de NNNAV rapporteren. Dezelfde berekeningen zijn uitgevoerd op het moment van aankondiging van het resultaat over het verstreken boekjaar, het tijdstip waarop de financiële verslaggeving is gepubliceerd en per 30 april van het boekjaar volgend op het jaar waarop de financiële verslaggeving betrekking heeft (dus 30 april 2011 en 2012).

In onderstaande tabel is een volledig overzicht van de resultaten opgenomen. Hierbij merkt de AFM op dat de metingen per datum aankondiging resultaat en datum publicatie jaarrekening geen zuivere metingen zijn omdat deze datum per instelling verschilt. Hierdoor kunnen ook andere markteffecten invloed hebben uitgeoefend op de ontwikkeling van de ratio.

	N	2011	2010		N	2011	2010	
		totaal	totaal	Δ		excl. ⁵	excl.	Δ
Marktwaaarde vs IFRS								
boekwaarde per aandeel								
balansdatum jaar t	6	76%	100%	-24%	4	70%	103%	-33%
aankondiging jaarresultaat	6	79%	99%	-20%	4	74%	103%	-29%
publikatie jaarrekening	6	80%	99%	-19%	4	75%	103%	-28%
30 april jaar t+1 ⁶	5	73%	100%	-27%	4	70%	102%	-32%
Hefboomeffect⁷	6	51%	53%	-		52%	54%	-
Marktwaaarde vs NNNAV								
balansdatum jaar t	4	72%	100%	-28%	3	67%	98%	-31%
aankondiging jaarresultaat	4	77%	96%	-19%	3	73%	99%	-26%
publikatie jaarrekening	4	80%	96%	-16%	3	74%	98%	-24%
30 april jaar t+1 ⁸	3	70%	97%	-27%	3	70%	97%	-27%
Hefboomeffect⁷	4	55%	57%	-	3	56%	58%	-

⁵ In de kolommen 'excl.' zijn twee vastgoedbelegginginstellingen verwijderd die geen significante mutatie van de ratio marktwaaarde versus boekwaarde hebben.

⁶ Exclusief 1 instelling vanwege gebroken boekjaar.

⁷ Het hefboomeffect ("gearing") is bepaald als het quotient van het eigen vermogen en het totaal vermogen.

⁸ Exclusief 1 instelling vanwege gebroken boekjaar.

Autoriteit Financiële Markten

T 020 797 3721 | F 020 797 3800

Postbus 11723 | 1001 GS AMSTERDAM

www.afm.nl

De tekst in deze brochure is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontleen. Door besluiten op nationaal en internationaal niveau is het mogelijk dat de tekst niet langer actueel is wanneer u deze leest. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is niet aansprakelijk voor de eventuele gevolgen – zoals bijvoorbeeld geleden verlies of gederfde winst – ontstaan door acties ondernomen naar aanleiding van deze brochure.

Amsterdam, oktober 2012