

Datum 29 november 2022
Ons kenmerk TsOn-22112211
Pagina 1 van 10
Betreft Sectorbrief waarderingsprocedures
vastgoedfondsen

Geacht bestuur,

1. Inleiding

De Autoriteit Financiële Markten (**AFM**) heeft in 2021 onderzoek gedaan bij een selectie van beheerders van beleggingsinstellingen naar de waarderingsprocedures van vastgoedfondsen (**onderzoek**). Het doel van het onderzoek was tweeledig. Ten eerste wilde de AFM inzicht krijgen in de waarderingsprocedures van beheerders van beleggingsinstellingen die in commercieel vastgoed beleggen en toetsen of deze aan de wettelijke vereisten voldoen. Adequate waarderingsprocedures zijn van belang voor de totstandkoming van juiste waarderingsprocedures. Ten tweede wilde de AFM inzicht verkrijgen in de ontwikkeling van vastgoedwaarderingen en de impact van de COVID-19 crisis, mede gezien de verhoogde risico's in de markt als gevolg van deze crisis. Maar ook in het huidige financieel-economische klimaat, waarin de hoge inflatie aanhoudt en de rente stijgt, blijven de risico's voor vastgoedwaarderingen relevant.

Deze brief heeft als doel om beheerders van vastgoedfondsen (i) terugkoppeling te geven op de uitkomsten van het onderzoek en (ii) te informeren over een aantal aandachtspunten t.a.v. de waarderingsprocedures. Daarbij maakt de AFM in deze brief gebruik van voorbeelden uit de waarderingsprocedures van beheerders in het onderzoek.

Hoewel het onderzoek is verricht onder een selectie van beheerders zijn de uitkomsten relevant voor alle beheerders van vastgoedfondsen. De AFM verwacht daarom dat alle beheerders kennisnemen van de inhoud van deze brief. Daarnaast verwacht de AFM van beheerders dat zij deze brief mede gebruiken om te beoordelen of hun waarderingsprocedures aan alle wettelijke vereisten voldoen of dat er aanpassingen dienen te worden gedaan.

Het onderzoek heeft zowel inzichten voor de gehele populatie van beheerders van vastgoedfondsen opgeleverd als afzonderlijke inzichten t.a.v. de waarderingsprocedures van individuele beheerders. In deze terugkoppelingsbrief zullen alleen inzichten die voor de gehele populatie relevant zijn worden uitgelicht en

Datum 29 november 2022
Ons kenmerk TsOn-22112211
Pagina 2 van 10

geen inzichten die betrekking hebben op individuele beheerders. Wel zullen die inzichten gebruikt worden in het toezicht van de AFM.

Deze brief kent zes onderdelen:

1. Inleiding
2. Verkregen inzichten uit de waarderingsprocedures
3. Bevindingen uit de analyse vastgoedwaarderingen
4. Wettelijk kader
5. Aandachtspunten met betrekking tot de waarderingsprocedure
6. Conclusie

2. Verkregen inzichten uit de waarderingsprocedures

Het onderzoek van de AFM is uitgevoerd onder 11 beheerders van commercieel vastgoedfondsen. De data over vastgoedwaarderingen is opgevraagd van 24 fondsen van deze beheerders. De onderzoekspopulatie dekte meer dan EUR 11 miljard en besloeg daarmee meer dan 80% van het belegde vermogen in Nederlandse fondsen die in fysiek¹ commercieel vastgoed beleggen.

Beheerders geven veelal aan dat de waarderingen van activa aan één of meerdere externe taxateurs wordt uitbesteed. Hierbij vindt er een periodieke roulatie van taxateur plaats op het niveau van het getaxeerde object. Bij enkele beheerders vindt er een interne waardering plaats maar het vastgoed wordt daarnaast ook nog extern getaxeerd.

De meeste beheerders in het onderzoek geven verder aan dat voor de waardering van activa gebruik wordt gemaakt van de *discounted cashflow* (DCF) methode en/of de huurkapitalisatiemethode (ook wel 'BAR/NAR-methode'). In beide methodes vormen toekomstige huurinkomsten de basis voor de waardering. Een belangrijk verschil tussen de methodes is dat bij de DCF-methode de inkomsten en uitgaven met precisie worden ingeschat terwijl de huurkapitalisatie uitsluitend uitgaat van de voor lopende contracten gecorrigeerde markthuur. Vaak worden beide methodes naast elkaar gebruikt om uitkomsten te valideren.

De minimale taxatiefrequentie varieert van jaarlijks tot één keer per kwartaal, en waar relevant is de waardering afgestemd op de in-/uitstapfrequentie. Zo wordt bij de fondsen waarbij uittreding op kwartaalbasis mogelijk is ook het vastgoed elk kwartaal gewaardeerd. Er zijn ook enkele beheerders die ervoor hebben gekozen om hiernaast nog zelfstandig waarderingen uit te voeren, op structurele basis of wanneer de omstandigheden daarom vragen.

¹ Fondsen die in beursgenoteerd vastgoed beleggen zijn niet meegenomen in het onderzoek.

Datum	29 november 2022
Ons kenmerk	TsOn-22112211
Pagina	3 van 10

3. Bevindingen uit de analyse naar vastgoedwaarderingen

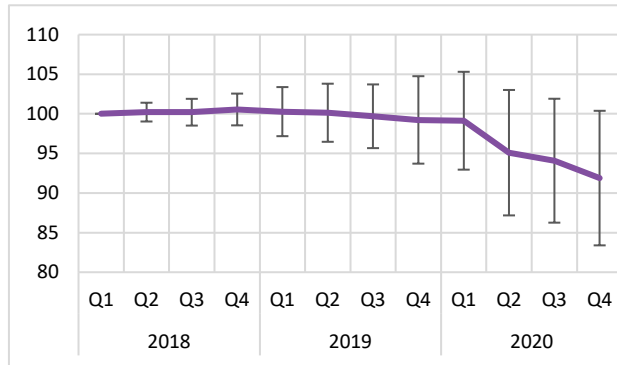
Ontwikkeling vastgoedwaarderingen

In het onderzoek heeft de AFM de taxatiewaardes van het vastgoed in de beleggingsinstellingen over de periode 2016 t/m 2020 opgevraagd. Daarnaast heeft de AFM data opgevraagd over de portefeuillesamenstelling van de beleggingsinstellingen. Daarmee kan onderscheid worden gemaakt tussen verschillende typen vastgoed (winkel-, kantoorvastgoed etc.). Het onderzoek heeft de volgende inzichten opgeleverd:

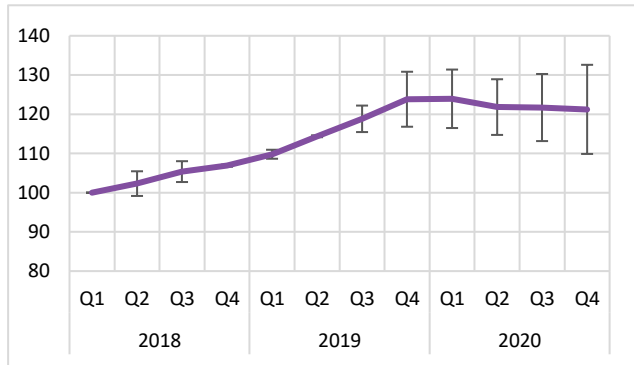
Vooraf bij winkelvastgoedfondsen hebben er afwaarderingen plaatsgevonden in de eerste helft van 2020 (Figuur 1). Er zijn wel verschillen tussen individuele vastgoedfondsen. Deze kunnen o.a. worden verklaard door de samenstelling van de portefeuilles. Sommige fondsen zijn bijvoorbeeld ook belegd in supermarkten, waarbij de impact van de COVID-19 crisis beperkt of juist positief was, terwijl bij andere fondsen een groter aandeel belegd is in winkels of bijvoorbeeld horecapanden.

Ook bij kantoorfondsen hebben afwaarderingen plaatsgevonden in de eerste helft van 2020 (Figuur 2). De afwaardering was wel een stuk beperkter dan bij winkelfondsen en werd in de loop van het jaar al weer (deels) teruggedraaid door een nieuwe stijging. Beheerders van kantoorfondsen geven dan ook aan dat ze slechts met beperkte verstoringen van huurinkomsten te maken hebben gehad.

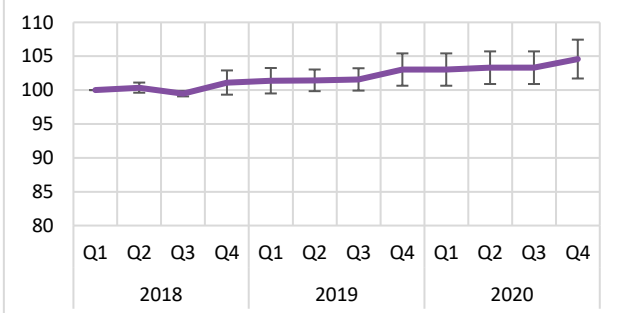
De waarderingen van supermarktvastgoed hebben weinig of geen last gehad van de COVID-19 crisis of zijn zelfs gestegen (Figuur 3). Bij deze fondsen heeft dan ook geen afwaardering plaatsgevonden. Beheerders van supermarktfondsen geven aan dat ze niet met materiële verstoringen van huurinkomsten te maken hebben gehad. Voor de overige fondsen uit het onderzoek is het beeld verschillend. Bij twee fondsen die een gemengde portefeuille hebben (winkels, kantoren etc.) heeft een lichte afwaardering plaatsgevonden in 2020 en bij twee andere fondsen (1 logistiek fonds en 1 gemengd fonds) niet (Figuur 4).



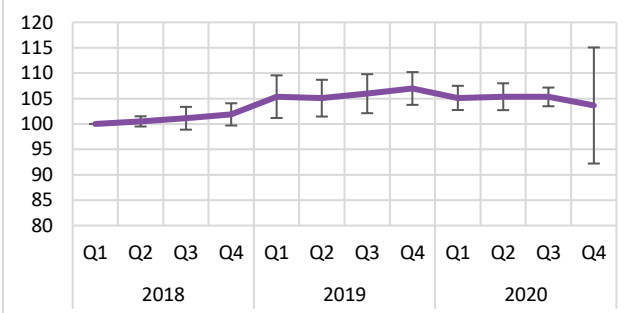
Figuur 1: Geïndexeerde taxatiewaarde winkelfondsen (gemiddelde van 5 grote fondsen met standaarddeviaties).



Figuur 2: Geïndexeerde taxatiewaarde kantoorfondsen (gemiddelde van 4 grote fondsen met standaarddeviaties).



Figuur 3: Geïndexeerde taxatiewaarde supermarktfondsen (gemiddelde van 4 fondsen met standaarddeviaties).

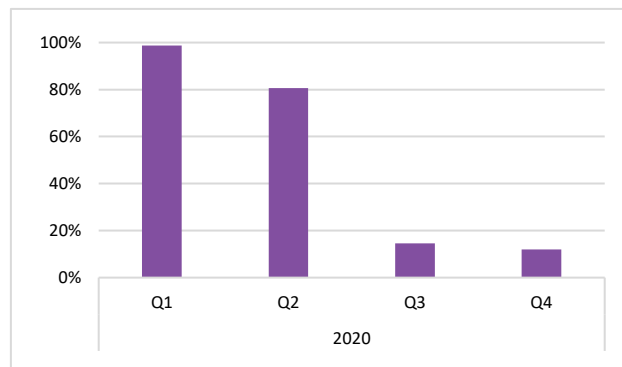


Figuur 4: Geïndexeerde taxatiewaarde overige vastgoedfondsen (gemiddelde van 4 fondsen met standaarddeviaties). Dit betreft fondsen die in logistiek vastgoed beleggen of een gemengde portefeuille hebben (winkels, kantoren etc.)

Impact COVID-19 crisis

De COVID-19 crisis heeft er vooral voor gezorgd dat de onzekerheid rondom waarderingen in de eerste helft van 2020 sterk toenam. Taxateurs namen voornamelijk in het eerste en tweede kwartaal van 2020 een materiële onzekerheidsclausule op in hun taxatierapporten. Deze clausule geeft aan dat er minder zekerheid aan de waardering gehecht kan worden. Dit kwam door een gebrek aan transacties waardoor marktgegevens minder bruikbaar zijn voor vergelijkingsdoeleinden. Ook was er sprake van grote onduidelijkheid over het verdere verloop van de crisis en de directe impact op het vastgoed. Voor 14 van de 26 fondsen (met in totaal EUR 10.8 miljard belegd vermogen) werd zo'n materiële onzekerheidsclausule afgegeven over vrijwel de gehele portefeuille in de eerste helft van 2020 (Figuur 5). Deze clausule is in de jaren ervoor bij geen van de

fondsen ingezet. De 10 fondsen waarvoor deze clausule niet gold zijn onder meer fondsen die voornamelijk in supermarkten beleggen.



Figuur 5: Gebruik materiële onzekerheidsclausule door 14 fondsen (als % van de portefeuillewaarde).

Ook heeft de COVID-19 crisis voor verstoringen in huurinkomsten gezorgd. Deze was echter voor de meeste fondsen beperkt (0-2% van de gefactureerde huur over 2020). Voor enkele fondsen waren de gederfde huurinkomsten substantiëler (6-10%). Dit betreft grote vastgoedfondsen die voornamelijk in winkelvastgoed beleggen. In combinatie met de onzekerheid over de ernst en duur van de COVID-19 crisis heeft dit impact gehad op de waarderingen van het vastgoed in de fondsen.

Bijna alle onderzochte beheerders zijn een of meerdere leningconvenanten overeengekomen bij de financiering van hun vastgoedportefeuille(s). Deze variëren van zachte convenanten, waarbij huurinkomsten moeten worden aangewend om af te lossen op de lening, tot harde convenanten die de lening direct opeisbaar maken. Ook zijn combinaties van beide convenanten overeengekomen. De afwaarderingen hebben ten tijde van het onderzoek niet tot permanente schendingen van LTV-convenanten geleid. Wel heeft een beheerder aangegeven dat de LTV-convenant in het vierde kwartaal van 2020 was geschonden. Deze is hersteld nadat de bank een eenmalige aflossing heeft bedongen.

4. Wettelijk kader

Het opstellen van een waarderingsprocedure is een wettelijke verplichting voor beheerders van beleggingsinstellingen. Daarnaast zijn er wettelijke vereisten waaraan de waarderingsprocedure moet voldoen. De AFM heeft in het onderzoek getoetst of de waarderingsprocedures van beheerders aan een aantal van deze vereisten voldoen. Het wettelijk kader is samengevat in onderstaande tabel.

Wettelijk kader	Artikelen die betrekking hebben op de waarderingsprocedure
Wet op het Financieel Toezicht (Wft)	Artikel 4:37k
Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (BGfo)	Artikel 115i
Richtlijn 2011/61/EU (AIFM-Richtlijn) <i>inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen</i>	Artikel 19
Gedelegeerde Verordening (EU) 231/2013 (AIFM-verordening) <i>Tot aanvulling van Richtlijn 2011/61/EU</i>	Artikel 67 t/m artikel 74

5. Aandachtspunten met betrekking tot de waarderingsprocedure

In het onderzoek heeft de AFM geconstateerd dat er verschillen bestaan in de mate waarin de waarderingsprocedure wordt toegelicht door beheerders. Op basis van bevindingen uit het onderzoek worden hieronder een aantal aandachtspunten met betrekking tot de waarderingsprocedures uitgelicht. Per aandachtspunt worden ook voorbeelden genoemd uit de waarderingsprocedures van beheerders in het onderzoek. De AFM roept beheerders op om na te gaan of waarderingsprocedures op basis hiervan moeten worden herzien. De AFM heeft in het onderstaande niet als doel om volledig te zijn. Zij heeft een selectie gemaakt van een aantal belangrijke punten. Beheerders moeten dus zelf (blijven) beoordelen of zij aan alle wettelijke vereisten voldoen. De aandachtspunten die aan bod komen zien op het volgende:

1. Opstellen van de waarderingsprocedure
2. Frequentie van de waarderingen
3. Toelichting op het gebruikte model
4. Toelichting op de controles
5. Vakbekwaamheid en onafhankelijkheid personeel
6. Periodieke evaluatie

1. Opstellen van de waarderingsprocedure

Een beheerder van een Nederlandse beleggingsinstelling dient op basis van artikel 4:37k, lid 1, aanhef en onder a, van de Wft te beschikken over procedures met betrekking tot de waardering van de activa van de door hem beheerde Nederlandse beleggingsinstellingen.

In het onderzoek heeft de AFM echter vastgesteld dat niet alle beheerders een volledige waarderingsprocedure hebben meegestuurd. Indien beheerders geen waarderingsprocedure hebben opgesteld die aan de wettelijke vereisten voldoet dan ziet de AFM dit als een ernstige overtreding. De AFM

Datum 29 november 2022
Ons kenmerk TsOn-22112211
Pagina 7 van 10

verwacht dat beheerders naar aanleiding van deze brief nagaan of ze een waarderingsprocedure hebben en of hun waarderingsprocedure voldoet aan alle wet- en regelgeving.

2. Frequentie van waarderingen

Op basis van artikel 4:37k, lid 1 aanhef en onder b, van de Wft dient een beheerder ten minste een maal per jaar een waardering van de activa van de door hem beheerde Nederlandse beleggingsinstellingen uit te voeren of toe te zien dat dit wordt gedaan door een externe taxateur. Wanneer een beleggingsinstelling open-end is, dient de frequentie waarmee de waardering van de activa plaatsvindt, volgens artikel 19, lid 3, van de AIFM-Richtlijn, passend te zijn in het licht van de aangehouden activa en het uitgifte- en terugbetalingsbeleid van de beleggingsinstelling. Daarnaast zijn m.b.t. de frequentie bepalingen opgenomen in artikel 74 van de AIFM-verordening.

Uit het onderzoek blijkt dat de onderzochte beheerders ten minste eenmaal per jaar een waardering (laten) uitvoeren en sommige beheerders de waardering een keer per kwartaal (laten) uitvoeren. De waarderingen komen vaak voort uit verschillende typen taxaties die in een cyclus plaatsvinden. Zo kan er bijvoorbeeld één keer per drie jaar een volledige taxatie worden uitgevoerd en tussendoor hertaxaties of markttechnische updates. De volledige taxatie is de meest uitgebreide waarin alle waardebepalende factoren worden meegenomen. Een hertaxatie of markttechnische update is minder uitgebreid en wordt gedaan op basis van een eerdere volledige taxatie, welke wordt herberekend aan de hand van een aantal factoren. Met betrekking tot de frequentie van waarderingen verwacht de AFM in ieder geval de volgende aspecten terug te zien in de procedures van beheerders:

- Welke verschillende typen taxaties er worden uitgevoerd.
- De taxatiecyclus met de frequentie waarmee elk type taxatie wordt uitgevoerd.
- Indien van toepassing, welk deel van de portefeuille wordt gewaardeerd per periode (bijvoorbeeld 25% van de portefeuille per kwartaal).
- Hoe de verschillende typen taxaties tot stand komen (bijvoorbeeld of er interne/externe beoordeling van een object plaatsvindt).

3. Toelichting op het gebruikte model

Indien er een model wordt gebruikt in de waardering van de activa, dan dient deze, op basis van artikel 68, lid 1, van de AIFM-verordening, te worden toegelicht en gerechtvaardigd in de gedragslijnen en procedures voor de waardering.

Uit het onderzoek blijkt dat beheerders veelal de DCF-methode en/of de BAR/NAR methode gebruiken voor de waarderingen van hun vastgoed. Er is echter verschil in de mate waarin de modellen worden toegelicht in de waarderingsprocedures. De AFM verwacht dat minimaal de volgende aspecten zijn opgenomen in de waarderingsprocedure:

- Op welke manier de activa worden gewaardeerd (bijv. tegen marktwaarde).

Datum 29 november 2022
Ons kenmerk TsOn-22112211
Pagina 8 van 10

- Welk(e) model(len) er worden gebruikt voor de waardering en hoe deze werken.
- De parameters en aannames die worden gebruikt in het model.

4. *Toelichting op controles*

Op basis van artikel 67, lid 2 onder c, van de AIFM-verordening dienen de gedragslijn en procedures voor de waardering onder meer betrekking te hebben op de controles op de selectie van de voor de waardering gehanteerde inputs, bronnen en methodieken.

In het onderzoek ziet de AFM niet in alle waarderingsprocedures van beheerders terugkomen welke controles er zijn op de gehanteerde inputs en methodieken voor de waardering van het vastgoed. Daarmee wordt niet voldaan aan de wettelijke vereisten. De AFM verwacht minimaal de volgende onderdelen terug te zien in de waarderingsprocedure:

- Welke checks er in het proces plaatsvinden op de gebruikte methodiek en input parameters.
- Waar de verantwoordelijkheden voor controle van taxaties en de input- en outputparameters liggen.

5. *Vakbekwaamheid en onafhankelijkheid personeel*

Op basis van artikel 67, lid 2 onder a, AIFM-verordening dienen de gedragslijnen en procedures voor de waardering onder meer betrekking te hebben op de vakbekwaamheid en onafhankelijkheid van het personeel dat de waardering van de activa daadwerkelijk uitvoert.

In het onderzoek ziet de AFM dat in de waarderingsprocedures van beheerders niet altijd wordt toegelicht hoe de vakbekwaamheid en onafhankelijkheid van het personeel dat de waardering uitvoert wordt gewaarborgd. In de waarderingsprocedures waarin dit wel wordt toegelicht komen verschillende onderdelen terug. De AFM verwacht dat minimaal de volgende aspecten op het gebied van vakbekwaamheid en onafhankelijkheid zijn opgenomen in de waarderingsprocedure:

- Hoe de kwaliteit van de waarderingsprocedures wordt gewaarborgd.
- Hoe de onafhankelijkheid van het waarderingsproces wordt gewaarborgd.
- Welke belangenconflicten in het waarderingsproces zijn geïdentificeerd.
- De maatregelen die zijn genomen om de belangenconflicten te mitigeren.

Ook wanneer waarderingsprocedures/taxaties worden uitbesteed aan externe taxatiebureaus verwacht de AFM dat in de waarderingsprocedure wordt opgenomen hoe de vakbekwaamheid en onafhankelijkheid van het personeel wordt gewaarborgd. In de waarderingsprocedures van een aantal beheerders in het onderzoek ziet de AFM bijvoorbeeld de volgende onderdelen terug:

- Beschrijving van het selectieproces van taxatiebureaus.
- Voor welke periode taxatiebureaus worden aangesteld en een toelichting op de roulatieprocedure.
- Welke eisen er worden gesteld aan externe taxatiebureaus (zoals registratie NRV, kwaliteit en expertise etc.).

Datum 29 november 2022
Ons kenmerk TsOn-22112211
Pagina 9 van 10

- Hoe de onafhankelijkheid en integriteit van de externe taxateur wordt gewaarborgd.
- Hoe de opdrachtverstrekking plaatsvindt en welke afspraken er worden vastgelegd in de opdrachtbrief.
- Hoe de beheerder de geleverde diensten van het taxatiebureau monitort en beoordeelt.

6. *Periodieke evaluatie*

Op basis van artikel 70, lid 1, van de AIFM-verordening dienen de gedragslijnen en procedures voor de waardering te voorzien in een periodieke evaluatie van de gedragslijnen en procedures, welke ten minste eenmaal per jaar plaatsvindt.

Uit het onderzoek blijkt dat er in de waarderingsprocedures van beheerders niet altijd is opgenomen hoe, en met welke frequentie, de gedragslijnen en procedures worden geëvalueerd. In de waarderingsprocedures waarin dat wel is opgenomen komen bijvoorbeeld de volgende aspecten aan bod:

- Wanneer (met welke frequentie of onder welke omstandigheden) het waarderingsbeleid wordt geëvalueerd.
- Wie er verantwoordelijk is voor de periodieke evaluatie.
- Welke bronnen er worden/zijn geraadpleegd bij het opstellen of actualiseren van het waarderingsbeleid.
- Hoe er wijzigingen in het waarderingsbeleid kunnen worden doorgevoerd en onder welke omstandigheden dit gebeurt.

6. **Conclusie**

Adequate waarderingsprocedures die minimaal aan de wettelijke vereisten voldoen zijn van belang voor het tot stand komen van juiste vastgoedwaarderingen. De AFM heeft onderzoek gedaan naar de waarderingsprocedures van beheerders van beleggingsinstellingen die in commercieel vastgoed beleggen. Uit het onderzoek blijkt dat de uitwerking van de waarderingsprocedures tussen beheerders verschilt.

In het onderzoek heeft de AFM ook gekeken naar de ontwikkeling van vastgoedwaarderingen. Daaruit blijkt dat waarderingen van kantoor- en winkelvastgoed in 2020 daalden als gevolg van onzekerheid en verstoorde huurinkomsten door de COVID-19 crisis. Dit benadrukt het belang van adequate waarderingsprocedures. Risico's voor vastgoedwaarderingen blijven volgens de AFM in het huidige financieel-economische klimaat relevant, mede vanwege de aanhoudende inflatie, oplopende rente en hiermee gepaard gaande onzekerheden.

Met deze brief heeft de AFM u willen informeren over de bevindingen uit het onderzoek. Daarnaast heeft de AFM aandachtspunten opgesteld op basis van de bevindingen uit het onderzoek. De AFM verwacht dat u deze aandachtspunten ter harte neemt en roept beheerders op om te bezien of gehanteerde

Datum	29 november 2022
Ons kenmerk	TsOn-22112211
Pagina	10 van 10

waarderingsprocedures in het licht van de wettelijke vereisten en de aandachtspunten in deze brief aangepast dienen te worden.

Tot slot zullen de uit het onderzoek verkregen inzichten worden gebruikt in het risico gestuurd toezicht van de AFM. De AFM kijkt daarbij naar de tekortkomingen die in de waarderingsprocessen zijn geconstateerd en zal hierop handhaven.

Mocht u naar aanleiding van deze brief vragen hebben, dan kunt u contact opnemen met het Ondernemersloket door een e-mail te sturen naar ondernemersloket@afm.nl of via het [contactformulier](#) op de AFM-website. Het is ook mogelijk om per e-mail een terugbelverzoek achter te laten, door uw telefoonnummer te vermelden samen met het tijdstip waarop u bereikbaar bent. Om u zo goed mogelijk van dienst te zijn, vernemen wij graag welk onderwerp u wenst te bespreken.

Hoogachtend,
Autoriteit Financiële Markten

P.J. van der Linden
Manager
Asset Management

T.J. Oostveen
Medewerker Toezicht
Asset Management