

Scenario-denken

- Toelichting theorieën waarderen vastgoed

Dit is het tweede deel van deel II, onderdeel van een beoogde vierdelige serie 'Beleggen in vastgoed – Op transparantie gericht', met al gerealiseerd, c.q. gepland, de volgende delen:

- ❖ **Deel I – Beleggen in vastgoed – Op transparantie gericht**
 - **Investeren in vastgoed**
(Eerder gepland te verschijnen, is naar achteren geschoven)

- ❖ **Deel II – Beleggen in vastgoed – Op transparantie gericht**
 - **Thematische toelichting**
 - 1. Kwaliteit, Onderzoek naar de bepaling van kwaliteit – als basis voor de toekenning van waarde**
(1^e druk, 1^e versie januari 2014, 2^e versie maart 2015)

 - 2. Scenario-denken – Toelichting theorieën waarden vastgoed**
(Review-versie maart 2016, 1^e druk, 1^e versie maart 2017)

- ❖ **Deel III – Beleggen in Vastgoed – Op transparantie gericht**
 - **Vastgoedmanagement Lexicon, Begrippen – Omschrijving – Toelichting**
(Uitgave 2001 vrij beschikbaar via de website – wordt sinds 2018 gefaseerd geactualiseerd geplaatst op het internetplatform ENSIE)

- ❖ **Deel IV – Beleggen in vastgoed – Op transparantie gericht**
 - **1. Marktsegment Science Parks**
(1^e druk november 2012 – 2^e druk, 1^e versie augustus 2013 – 2^e druk, 2^e versie november 2014)

Van de beide boeken uit Deel II zijn eveneens afzonderlijke publicaties verschenen, te weten de eerste zonder specifiek in te gaan op vastgoed en van het tweede elk van de vier onderdelen, waaruit het boek is opgebouwd:

- ❖ **Kwaliteit en Waarde – Upgrading eerdere onderzoeken**
(1^e druk, 1^e versie maart 2015)

- ❖ **Scenario-denken – Toelichting theorieën waarden vastgoed:**
 - deel 1. Achtergrond informatie**
 - deel 2. Onzekerheden en risico's**
 - Deel 3. Benchmarks en scenario-denken**
 - Deel 4. De rekenmethoden**
(Review-versie maart 2016, 1^e druk, 1^e versie april 2017)

Scenario-denken

***– Toelichting theorieën
waarden vastgoed***

Em.prof.ir. W.G. Keeris

Auteur:

Em.prof.ir. W.G. Keeris, hoogleraar Vastgoedmanagement & Ontwikkeling
Eerder hoogleraar bij de universiteiten van Eindhoven, Tilburg en Delft

Met medewerking van:

Ing. B.N.J. Huijts MBA MRE RT MRICS, Directeur Steenhuijs Real Estate BV
Ir. R.A.R. Langbroek MSRE MRICS, GRESB Representative ASIA Pacific

Omslagontwerp en opmaak:

101 % esther, E. ten Wolde
Em.prof.ir. W.G. Keeris

Druk:

Limburger.nl/mijnboek, Sittard

Dit is een uitgave van Keeris Vastgoed-Consultancy – KVC:

1^e druk, 1^e versie, maart 2017



Keeris Vastgoed-Consultancy
www.keerisvastgoedconsultancy.nl

Het boek is beschikbaar via de reguliere verkoopkanalen, maar een exemplaar ervan kan ook, als 'printing-on-demand', rechtstreeks besteld worden bij de auteur via de website: www.keerisvastgoedconsultancy.nl.

Ook kan via die website kennis genomen worden van de andere uitgegeven boeken en de reeks vrij te downloaden publicaties, zoals de Vastgoed Lexicon, papers en artikelen, evenals mogelijk te leveren consultancy-diensten.

ISBN-nummer: 97 8946 3185 868.

© Niets uit deze uitgave mag op enigerlei wijze verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt worden zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever: Keeris Vastgoed-Consultancy.

Scenario-denken – Toelichting waarden vastgoed

Voorwoord – Verantwoording – Over de auteur – Opzet boek

Voorwoord

Dit boek was oorspronkelijk bedoeld ondersteuning te bieden, als vervanging van een dictaat, bij te geven masterclasses ‘Scenario-denken’. Die zouden door koepelorganisaties georganiseerd worden voor taxateurs, wat (nog) niet van de grond kwam. Omdat verspreiding van het hierin neergelegde gedachtegoed van belang is, werd het boek daarom na een jaar maar in eigen beheer uitgegeven. Als literatuur bij een masterclass is het boek nogal lijk uitgevallen, zodat separaat het ook uitgegeven wordt in vier losse delen. Dat moet de drempel, om het te gaan lezen, verlagen. Die omvang is het gevolg van het zeer breed en complex zijn van de problematiek bij waarden van vastgoed. Taxateurs moeten daar kennis van nemen, om meer invulling te kunnen geven aan hun rol, naast taxateur, als adviseur van hun opdrachtgevers. Die achtergrondinformatie moet ze ook aan het denken zetten, omdat vastgoed een onvoldoende ontwikkeld wetenschapsgebied is: geen theorie, geen eenduidig begrippenkader, geen beeld van de vastgoedmanagement-processen.

Een gezegde geeft daar een reden voor: “Zo lang je op zoek bent naar het antwoord, kom je niet verder”. Voor mij is dat antwoord de goede vastgoed-theorie. Ik brak mijn carrière bij ABP af voor de zoektocht naar dat antwoord. Want het was mij wel duidelijk geworden, dat de praktijk behoorlijk slecht gefundeerd was – en nog is. Toch zie ik mijn zoektocht niet als stilstand: naar mijn mening, ben ik al zoekende behoorlijk veel verder gekomen. Zonder die uitdaging het antwoord te vinden, zou ik niet eens aan die zoektocht begonnen zijn. Was ik blijven hangen in het binnen de vastgoedmarkt zeer sterk geweven net van ‘*cognitieve dissonantie*’, dat steeds de passende dekking weet te leveren voor wat wéér niet juist was. Mijn drijfveer op die zoektocht was de onvrede niet te weten hoe de vastgoedmarkt nu wékelijk functioneert en het wél willen weten. Hoe ver die zoektocht mij gebracht heeft is uit de geleverde commentaren op gangbare theorieën en werkwijzen e.d. in dit boek goed op te maken. Hopelijk geeft het de beoogde prikkel aan de lezers zelf verder op zoek te gaan via een eigen zoektocht – want wij zijn er nog lang niet.

Willem Keeris

Verantwoording

Het is helaas nodig geworden een verantwoording in dit voorwoord op te nemen als gevolg van het nieuwe fenomeen van de ‘*zelfcitaties*’ en het niet altijd vermelden, of correct gebruiken van bronnen. Dat naar aanleiding van de commoties in de academische wereld over het geconstateerde (vermeende) misbruik van ‘*zelfplagiaat*’. Die term is door de Koninklijke Nederlandse Akademie van Wetenschappen, KNAW, vanwege de onduidelijkheid ervan vervangen door ‘*questionable research practice*’. Alsof dat ruimere jasjes het probleem duidelijker maakt.

Die term is puur onzin, want het overnemen van eigen gedachtegoed kan geen kwestieuze onderzoekspraktijk zijn. Elke onderzoeker doet het dagelijks, want daarop wordt voortgebouwd. Evenwel, jezelf herhalen, of opnieuw citeren, wordt op één lijn gesteld met diefstal van andermans geestelijk eigendom. Onterecht! En zeker wanneer er geen materieel belang aan verbonden is – zoals in dit geval –, is die negatieve connotatie niet op haar plaats.

Bij het schrijven van mijn boeken is het onvermijdelijk, dat voor de duidelijkheid op eerder geschreven thema’s wordt teruggegrepen. Daarbij is in de loop der jaren mijn gedachtegoed zodanig uitgekristalliseerd, dat het ongeveer herhalen van de zo ontstane teksten alleen maar de kwaliteit verbetert. En het is efficiënt. Het gaat immers om verbanden te leggen. Dat is in dit en de andere publicaties ook het geval.

De gebruikte citaten in dit boek zijn duidelijk gemarkeerd doordat ze in een kader zijn geplaatst, voorzien van auteursnaam en cursief gedrukt. De eigen teksten in kaders zijn niet cursief.

Maar het gaat niet alleen over het overnemen van teksten, het raakt eveneens het gedachtegoed. Veel van het algemene (onderwijs-) kennisniveau is gebaseerd op het oorspronkelijke gedachtegoed van te respecteren auteurs – alleen zijn die in het algemeen niet meer te achterhalen. Dat gedachtegoed is namelijk een eigen leven gaan leiden, is ‘*common sense*’ geworden. Mijn kennisniveau is voor een belangrijk deel op dergelijke algemeen beschikbare, overgeleverde kennis gestoeld, waarvan de bron niet meer is na te gaan en dus niet is vermeld.

Er is met die zo opgebouwde kennis wel wat gedaan: in meer dan 200 publicaties via artikelen en boeken is er uiting van gegeven. Daarbij is dat geheel eigen kennis geworden. Indien bij uiteenzettingen de bronvermelding ontbreekt, dan komt dat dus óf uit eigen koker, óf het was niet meer terug te voeren tot de oorspronkelijke bron. Hiervoor wordt begrip gevraagd. Er is geen sprake van slordigheid, of nog erger onwil. Voorop staat, dat kennis vrij doorgegeven en gedeeld moet worden.

Willem Keeris.

Over de auteur



Willem G. Keeris (1942) is emeritus hoogleraar Vastgoedmanagement & Ontwikkeling. Hij was, als eerste hoogleraar Real Estate Management & Development, verbonden aan de Technische Universiteit Eindhoven/Faculteit Bouwkunde. Vervolgens was hij oprichter en Academic Director van de Executive Master of Real Estate-opleiding, de MRE, van Universiteit Tilburg/Tias. Tevens was hij visiting-professor bij de Technische Universiteit Delft/Faculteit Bouwkunde. En tot slot is hij directeur van Keeris Vastgoed-Consultancy.

Hij studeerde bouwkunde-architectuur aan de Technische Universiteit Delft. De eerste, Roermondse, bouwfase van zijn carrière verliep van het gemeentelijke Bouwen en Woningtoezicht, naar chef projectontwikkeling bij Aannemersbedrijf Straus Van Mierlo B.V., tot directeur bij Munsterpoort, Buro voor Bouwcoördinatie B.V. Zijn tweede, Sittardse, consultancy-fase werd ingevuld bij de Nederlandse Energie OntwikkelingsMaatschappij B.V., als divisiehoofd voor de sectoren Gebouwde Omgeving en Verkeer & Vervoer. Daar werd de aanzet gegeven tot wat nu het label 'duurzaamheid' heeft. Zijn derde, Heerlense, vastgoedbelegger-fase startte als hoofd afdeling Onroerend Goed van Pensioen VerzekeringsMaatschappij DSM, om na sanering zelf over te stappen als portefeuillemanager bij Beleggingen Onroerend Goed van het ABP. Na de reorganisatie daarvan werd hij beleidsmedewerker bij het ABP Woningfonds/Vesteda. Zijn laatste universitaire-fase begon in 1994 met zijn benoeming als hoogleraar Vastgoedbeheer aan de Technische Universiteit van Eindhoven. In 2004 gaf hij zijn leerstoel terug vanwege het slechte arbeidsklimaat. Hij bouwde de in 1997 opgezette postacademiale MRE-opleiding verder uit tot aan zijn emeritaat in 2011; eerst in Eindhoven, later via de Universiteit Tilburg. Als publicist heeft hij ruim 200 publicaties als artikel, paper en boek op zijn naam staan.

Naast zijn drukke werkzaamheden vervulde hij verschillende bestuursfuncties. Zo was hij commissaris bij Kadans Science Partner Fund N.V., Professional Member of the Royal Institution of Chartered Surveyors, secretaris van het Limburgs Geschied- en Oudheidkundig Genootschap/sectie Monumenten, Inspecteur voor de Monumentenzorg in Midden-Limburg voor het toenmalige ministerie van CRM, bestuurslid bij de ouderenhuisvestingszorg Roncalli, de woningcorporatie SHA in Heerlen en bij het Centraal Fonds voor de Volkshuisvesting. Tevens was hij docent voor hout- en steenconstructies aan de avondschoolopleiding opzichter BNA en op academisch niveau aan de Hanzehogeschool in Groningen, de Amsterdam School of Real Estate in Amsterdam, de Universiteit Antwerpen Management School en lector Makelaardij & Vastgoed van de Fontys Hogescholen.

Opzet boek

Het betoog in dit boek is opgebouwd rond vier thema's, elk een eigen deel vormend. Vertrekpunt voor het schrijven van dit boek was de constatering, dat de taxateurs meer op zou moeten treden als de adviseur van hun opdrachtgevers. Dan hebben zij meer kennis nodig, dan de makelaars- en taxatiebureaus via hun periodieke publicaties publiekelijk ter beschikking stellen. En ook is meer kennis nodig, dan uit de eigen dagelijkse praktijk geput kan worden. Met name moet dan meer kennis verworven zijn ten aanzien van de theoretische achtergronden. En daarbij niet alleen van het 'hoe' en 'wat', maar ook van de gevoeligheden van de gehanteerde methoden en technieken. Het zal in de loop van het betoog in deze serie van vier boeken duidelijk worden, dat er nog veel te verbeteren valt. En daar moet zo'n adviseur zich dan terdege van bewust zijn. Ook dat maakt onderdeel uit van professionaliteit en verantwoording afleggen.

Het eerste onderdeel biedt als thema de achtergrondinformatie aan. Te beginnen met een toelichting op de werking van de vastgoedmarkt. Dat mag vreemd klinken, maar het zal blijken nodig te zijn. Want de vastgoedmarkt heeft enkele karakteristieken, waarvan de consequenties niet, of niet duidelijk genoeg tot uitdrukking komen bij waarderings. Zoals het thema beoordeling van de kwaliteit, dat de basis legt onder de toe te kennen waarde. Overige thema's zijn onder andere de gelaagdheid van de vastgoedmarkt, waardecreatie, de voortdurende '*downgrading*' van de waarde, de golventheorie en de verouderingsfactor.

Het tweede onderdeel gaat over het thema onzekerheden en risico's en het specifieke karakter daarvan bij vastgoed. Niet alleen wordt daarop een uitgebreide toelichting gegeven, ook wordt aangegeven hoe risico's berekend kunnen worden en hoe de effecten ervan beperkt gehouden kunnen worden. Onder meer wordt aandacht geschonken aan disruptieve factoren en de Zwarte Zwanen. Verder wordt op de onderscheiden risiconiveaus bij vastgoed afzonderlijk dieper ingegaan.

Het derde onderdeel handelt eerst over het thema benchmarken. Daarmee wordt een beeld gecreëerd van het verleden, als vertrekpunt om de actuele situatie te kunnen beoordelen. Daarbij wordt uitgebreid ingegaan op de thema's duurzaamheid en maatschappelijk verantwoord ondernemen, vanwege het belang ervan.

Niet alleen maatschappelijk, maar ook voor het resultaat van de vastgoedbelegger. Dat zou dus tot uitdrukking moeten komen in de waardering van dat vastgoed.

Met die actuele situatie als vertrekpunt, wordt in dat gedeelte vervolgens ingegaan op de toekomst via het thema scenario-denken.

De titel van dit boek is daaraan ontleend. Want bij vastgoed is alles toekomst gericht, terwijl die toekomst onbepaald is.

Daarom moet gewerkt worden met een methode van beeldvorming van wat mogelijk die toekomst aan ontwikkelingen met zich mee zou kunnen brengen. Scenario's maken het mogelijk die toekomst in beeld te brengen op basis van de veronderstelde mogelijke ontwikkelingen. Daarmee leggen die scenario's de basis voor het toekennen van waarde. Zoals de beoordeling van kwaliteit nodig is om waarde toe te kunnen kennen, zo is het toekomstbeeld nodig om kwaliteit te beoordelen.

Het vierde en laatste onderdeel behandelt het thema van de rekenmethoden. Waarbij het niet gaat om de praktijk van het uitvoeren van taxaties, maar om de gebruikte onderliggende theorieën daarbij. Daarbij is bewust gekozen voor de beperking tot de methoden volgens de inkomsten benaderingswijze. Niet alleen omdat dat de meest gangbare methoden zijn, de BAR/NAR en DCF, maar ook omdat het in deze boeken niet gaat om het berekenen van waarde onder bepaalde omstandigheden. Die besproken methoden zijn als het ware een kapstok voor het toelichten van hoe naar waarde gekeken wordt en gekeken zou moeten worden.

In het eerste gedeelte worden als introductie eerst enkele algemeen bekende begrippen behandeld, waar veel niet algemeen bekend van is, zoals rente en inflatie. Wat gevolgd wordt door een toelichting op het waarderen zelf. Daarna komen die drie berekeningsmethoden aan bod, om af te sluiten met een hoofdstuk over bijzondere rekenmethoden, die enigszins uit het kader vallen, maar wel van belang zijn om te weten. Waaronder de als meest perspectiefvol aangemerkte methode '*Real Options Theory*'. Die methode is nog (lang) toekomstmuziek, maar het is wel van belang daar alvast kennis van te nemen voor het bepalen van de denkrichting en om bij te dragen daar naar toe te streven.

Tot slot is achterin het boek het overzicht opgenomen van de aangehaalde literatuur. In dat verband van de af te leggen verantwoording over het putten uit andersmans werk, wordt ook verwezen naar wat daarover reeds gesteld is aan het begin van dit boek onder het punt 'Verantwoording'.

De auteur nodigt de lezers uit tot het leveren van commentaar over de inhoud, de wijze van weergave daarvan en het correct en volledig zijn. Maar nadrukkelijk ook ten aanzien van de verwerking via de opzet van dit boek. De wil om te leren, ook op dat punt, is er nog steeds!

Scenario-denken – Toelichting waarden vastgoed

Inhoudsopgave

Voorwoord – Verantwoording – Over de auteur – Opzet boek	5
<i>Voorwoord</i>	5
<i>Verantwoording</i>	6
<i>Over de auteur</i>	7
<i>Opzet boek</i>	8
Inhoudsopgave	11
0 Inleiding	19
<i>0.1 Aan taxatiewaarden toe te kennen waarde</i>	19
<i>0.2 Taxatie-branche in beklagenbankje</i>	21
<i>0.3 Taxatie-branche als ‘systeem-branche vastgoed’</i>	23
1. Achtergrond informatie	29
<i>Toelichting op specifieke vastgoedaspecten</i>	29
Hoofdstuk 1	31
1 Werking vastgoedmarkt	31
<i>1.1 Belang vastgoed</i>	31
<i>1.2 Waarde gebaseerd op kwaliteitsoordeel</i>	34
<i>1.3 Gelaagdheid vastgoedmarkt</i>	41
<i>1.4 Waardecreatie als onderdeel rendement</i>	46
Hoofdstuk 2	51
2 Karakteristieken vastgoedbeleggingen	51
<i>2.1 Karakteristieken vastgoed en -management-proces</i>	51
<i>2.2 Top tien karakteristieken directe vastgoedbelegging</i>	53
<i>2.3 Vijf categorale dimensies vastgoed</i>	58

2.4	<i>Vijf objectdimensies vastgoed</i>	60
2.4.1	<i>Objectdimensies en toekenning kwaliteit en waarde</i>	60
2.4.2	<i>1^e objectdimensie ‘beschutting bieden’</i>	61
2.4.3	<i>2^e objectdimensie ‘domein’ als ruimtelijke dimensie</i>	66
2.4.4	<i>3^e objectdimensie ‘utilitaire functie’</i>	68
2.4.5	<i>4^e objectdimensie ‘symbool functie’</i>	74
2.4.6	<i>5^e objectdimensie ‘economische functie’</i>	75
2.4.7	<i>Verkapte 6^e objectdimensie: ‘emotionele waarde’</i>	77
2.4.8	<i>Beïnvloedende factor ‘flexibiliteit’ vastgoedobject</i>	78
2.4.9	<i>Direct vastgoed vs. andere beleggingscategorieën</i>	80
	Hoofdstuk 3	85
3	Invloed verouderingsfactor	85
3.1	<i>Toelichting op begrip ‘verouderingsfactor’</i>	85
3.2	<i>Toelichting aan de hand van onderzoeksresultaten</i>	87
3.2.1	<i>Gedachtegoed G.G.M. ten Have aangevuld</i>	87
3.2.2	<i>Verschijnsel economische veroudering</i>	90
3.2.3	<i>Visie van A. Baum en A. McElhinney</i>	94
3.2.4	<i>Onderzoek van T. Jongerius</i>	100
3.2.5	<i>Onderzoek van R. den Hartigh</i>	103
3.2.6	<i>Onderzoek van T. Damhuis</i>	104
3.2.7	<i>Onderzoek van T. Berkhout e.a.</i>	105
3.2.8	<i>Conclusie van vijf onderzoeken</i>	106
3.3	<i>Effect veroudering en ‘down grading’ waarde</i>	107
3.3.1	<i>Andere verrekening effect economische veroudering</i>	107
3.3.2	<i>‘Downgrading’ vastgoed in de tijd gezien</i>	112
	Hoofdstuk 4	123
4	Golventheorie en vastgoedcyclus	123
4.1	<i>Toelichting golventheorie</i>	123

4.1.1	<i>Inleiding golventheorie</i>	123
4.1.2	<i>Toelichting golfbeweging en typen golven</i>	128
4.1.3	<i>Toelichting lange Kondratieff-golf</i>	131
4.2	<i>Betekenis golventheorie voor vastgoedmarkt</i>	135
4.2.1	<i>Effect Kondratieff-lenteperiode</i>	135
4.2.2	<i>Trendbreuk: effecten voor vastgoedmarkt</i>	138
4.2.3	<i>Historische ontwikkeling factoren arbeid - vastgoed</i>	142
4.2.4	<i>Mogelijke ontwikkeling factoren arbeid - vastgoed</i>	146
2.	Onzekerheden en risico's	153
	<i>Specifiek karakter daarvan bij vastgoed</i>	153
	Hoofdstuk 5	155
5	Toelichting op risico's en onzekerheden	155
5.1	<i>Omvang probleem risico's</i>	155
5.2	<i>Begrippenkader risico's en onzekerheden</i>	161
5.3	<i>Risico en kans</i>	167
5.4	<i>Risico's als Zwarte Zwanen en clusters bagatellen</i>	171
5.5	<i>Risicoprofiel 1.: standaarddeviatie als risicomaatstaf</i>	181
5.6	<i>Risicoprofiel 2.: ratio's voor rendement/risico-profiel</i>	189
5.6.1	<i>Inleiding ratio's voor inschatting risico's</i>	189
5.6.2	<i>Sortino-ratio: downside risico en upside kans</i>	192
	Hoofdstuk 6	197
6	Reduceren portefeuille- en objectrisico's	197
6.1	<i>Reduceren risico's</i>	197
6.2	<i>Risico-matrix</i>	203
6.3	<i>Correlatie-effect bij diversificatie</i>	204
6.3.1	<i>Toelichting correlatie-effect</i>	204
6.3.2	<i>Berekening correlatie-coëfficiënt</i>	206
6.3.3	<i>Effect diversificatie</i>	209

Hoofdstuk 7	215
7 Systematische, object-specifieke, plus managementrisico's	215
7.1 <i>Specifieke indelingen naar soorten risico's</i>	215
7.2 <i>Systematisch, of marktrisico</i>	219
7.3 <i>Object-specifieke risico's</i>	228
7.3.1 <i>Visies financiële en vastgoedmarkt vergeleken</i>	228
7.3.2 <i>Ander beeld van diversificatie-effect</i>	234
7.4 <i>Managementrisico als derde risicofactor</i>	240
7.4.1 <i>Veronderstelde ontwikkeling managementrisico</i>	240
7.4.2 <i>Managementrisico's met betrekking tot ESG-beleid</i>	245
7.4.3 <i>Effecten bij onvoldoende aandacht voor ESG-beleid</i>	252
7.4.4 <i>Door management te beheersen risicofactoren</i>	260
3. Benchmarks en scenario-denken	267
<i>Beeldvorming verleden, heden en toekomst</i>	267
Hoofdstuk 8	269
8 Benchmarking	269
8.1 <i>Benchmarks voor informatie en beleidsbepaling</i>	269
8.1.1 <i>Inleiding thema benchmarks</i>	269
8.1.2 <i>Toepassing benchmarking</i>	274
8.1.3 <i>Benutten wat benchmarking biedt</i>	276
8.1.4 <i>'It take's more than two to tango' bij benchmarks</i>	282
8.2 <i>Afgeleid product van benchmark: index</i>	286
8.2.1 <i>Toelichting index</i>	286
8.2.2 <i>Toelichting IPD Nederlandse Vastgoedindex</i>	288
8.2.3 <i>Enkele en meervoudige indexen</i>	294
8.3 <i>Criteria benchmarking</i>	297
8.4 <i>Typen benchmarks</i>	303
8.5 <i>(International) ESG-standards-benchmark: GRESB</i>	308

8.6	<i>Tijd- en geld-gewogen benchmarks: TWR en MWR</i>	315
8.6.1	<i>Inleiding gewogen rendementen-benchmarks</i>	315
8.6.2	<i>Geld-gewogen rendementen-benchmark</i>	316
8.6.3	<i>Tijd-gewogen rendementen-benchmark</i>	319
8.6.4	<i>Belang gewogen rendementen-benchmarks</i>	321
8.7	<i>Indicatoren benchmarking</i>	321
8.8	<i>Rating naar benchmark</i>	327
	Hoofdstuk 9	335
9	Scenario-denken	335
9.1	<i>Werken met scenario's</i>	335
9.1.1	<i>Problemen beeldvorming toekomst</i>	335
9.1.2	<i>Vier mogelijkheden beeldvorming toekomst</i>	340
9.1.3	<i>Forecasting als beeldvorming toekomst</i>	346
9.2	<i>Rente als indicator voor verwacht risicoprofiel</i>	351
9.2.1	<i>In rente opgesloten informatie toekomstvisies</i>	351
9.2.2	<i>Scenario's beeldvorming risico's context</i>	358
9.3	<i>Gevoeligheidsanalyse</i>	359
9.3.1	<i>Gevoeligheidsanalyse als controle mechanisme</i>	359
9.3.2	<i>Modellen gevoeligheidsanalyse</i>	362
9.3.3	<i>Berekeningsmodellen gevoeligheidsanalyses</i>	364
9.3.4	<i>Uitwerking berekeningsmodel gevoeligheidsanalyse</i>	369
	4. De rekenmethoden	377
	<i>Inkomsten-methoden toegelicht</i>	377
	Hoofdstuk 10	379
10	Kanttekeningen begrippen rente en inflatie	379
10.1	<i>Factor rente</i>	379
10.1.1	<i>Toelichting begrip rente</i>	379
10.1.2	<i>Verschillende soorten rente</i>	384

10.1.3	<i>Toelichting enkele bijzondere typen rente</i>	385
10.1.4	<i>Kanttekeningen factor rente</i>	389
10.2	<i>Factor inflatie</i>	391
10.2.1	<i>Toelichting begrip inflatie</i>	391
10.2.2	<i>Kanttekeningen inflatie</i>	392
	Hoofdstuk 11	399
11	Toelichtingen waardetoekenning	399
11.1	<i>Inleiding waarden en taxeren van vastgoed</i>	399
11.1.1	<i>Verschillende invalshoeken waarden vastgoed</i>	399
11.1.2	<i>Toelichting waarden en taxeren vastgoed</i>	403
11.2	<i>Waarderingsmethoden</i>	410
11.2.1	<i>Uitgangspunten waarden</i>	410
11.2.2	<i>Toelichting ‘overige’ thema’s en methoden</i>	413
11.3	<i>Ingesloten onzekerheden bij toegekende waarde</i>	421
11.3.1	<i>Consequenties dat er niet één waarde is</i>	421
11.3.2	<i>Beschouwing over in te calculeren onzekerheden</i>	423
11.4	<i>Verder aandachtspunten bij waarden</i>	429
11.4.1	<i>Aandachtspunten gezien vanuit gebruik</i>	429
11.4.2	<i>Aandachtspunten gezien vanuit omstandigheden</i>	431
11.5	<i>Nog enkele punten bij taxeren en taxatierapport</i>	432
11.6	<i>Bij waarden geldende wettelijke beginselen</i>	436
	Hoofdstuk 12	441
12	BAR/NAR-methode	441
12.1	<i>Toelichting beperktheid BAR-methode</i>	441
12.2	<i>Gebruik BAR/NAR-waarderingsmethode</i>	443
12.3	<i>Onvoldoende aansluiten theorie op praktijk</i>	449
12.3.1	<i>Theorie en praktijk sporen niet altijd</i>	449
12.3.2	<i>Schijnzekerheid risicodemping via locatiekwaliteit</i>	451

12.4	<i>Berekening potentie via NAR-methode</i>	457
12.5	<i>Berekening mogelijke restwaarde via NAR</i>	461
12.5.1	<i>Benaming verschillende NAR's</i>	461
12.5.2	<i>NAR-verrekening effect economische veroudering</i>	462
12.5.3	<i>'In de markt houden'-correctie oplopende NAR</i>	466
12.5.4	<i>Verwerking te corrigeren NAR in waardeberekening</i>	469
	Hoofdstuk 13	473
	13 (Netto-)contante waarde-methode	473
13.1	<i>Principe methode basis financieel rekenen</i>	473
13.1.1	<i>Belang contant maken geldstroom</i>	473
13.1.2	<i>Uitgangspunt contant maken geldstroom</i>	475
13.1.3	<i>Kanttekeningen contant maken</i>	479
13.2	<i>Als disconteringsvoet: 1. rente / rendement</i>	482
13.2.1	<i>Principe contant maken nader uitgewerkt</i>	482
13.2.2	<i>Kanttekeningen verschil praktijk - theorie</i>	484
13.2.3	<i>Toelichting methode via rekenvoorbeelden</i>	486
13.3	<i>Als disconteringsvoet: 2. 'Stapelmethode'</i>	491
13.3.1	<i>Toelichting 'stapelmethode'</i>	491
13.3.2	<i>Kanttekeningen 'stapelmethode'</i>	493
13.4	<i>Als disconteringsvoet: 3. Referenties-methode</i>	496
13.5	<i>Als disconteringsvoet: 4. IRR-rendement</i>	498
13.5.1	<i>Toelichting verschillende mogelijke rendementen</i>	498
13.5.2	<i>'Half werk' keuze disconteringsvoet</i>	503
13.6	<i>Effect doorberekening rente-op-rente en datering</i>	506
13.7	<i>Contante waarde-profiel</i>	510
13.8	<i>Kanttekeningen contante waarde-methode</i>	516
13.8.1	<i>Verantwoording gebruik DCF-methode</i>	516
13.8.2	<i>Meer halen uit contante waarde-methode</i>	519

13.8.3	<i>Gevoeligheden contante waarde-methode</i>	521
13.8.4	<i>Nadeel te grote eenvoud methode</i>	522
	Hoofdstuk 14	525
14	Bijzondere berekeningsmethoden	525
14.1	<i>'Weighted Average Cost of Capital', WACC</i>	525
14.1.1	<i>Toelichting risicoprofiel onderneming</i>	525
14.1.2	<i>Moeilijkheid bepalen WACC-disconteringsvoet</i>	527
14.2	<i>'Alfa' en 'bèta' gericht ondernemingsbeleid</i>	533
14.3	<i>Bepalen waarde EVA™ en MVA</i>	539
14.4	<i>Toelichting 'Real Options Theory'</i>	541
14.4.1	<i>Beter inspelen op dynamiek factor tijd</i>	541
14.4.2	<i>Uitwerking theoretisch optie-model</i>	545
14.4.3	<i>Gebruik beslisboom structuur</i>	550
	Literatuuroverzicht:	555

Scenario-denken – Toelichting waarden vastgoed

0 Inleiding

0.1 Aan taxatiewaarden toe te kennen waarde

Zonder vastgoed functioneert geen gemeenschap meer! Is het dan niet raar, dat cruciale vastgoedkennis onvoldoende is ontwikkeld? Dit boek is gericht op verbetering van die situatie. Tenminste voor wat betreft een van de belangrijkste kernpunten van vastgoed: de waardebepaling.

Het vertrekpunt bij deze toelichting op de gebruikte gangbare theorieën bij het waarden van vastgoed is de positie van de vastgoedbelegger, investeerder en eigenaar. Een van de vijf zogenaamde objectdimensies van vastgoed is de economische dimensie, waar de waardebepaling de grondslag voor legt.

Vastgoed heeft namelijk als karakteristiek, dat het zeer kapitaalintensief is. Zo is elke eigenaar van vastgoed, bedoeld of niet zo bedoeld, als het ware te zien als een vastgoedbelegger. Voor een ‘echte’ vastgoedbelegger is het oogmerk van beleggen ‘van geld méér geld te maken’. Daarbij is een hoofdrol weggelegd voor de vergoeding voor het gebruik van het vastgoed en de op termijn te verkrijgen restwaarde. Dat zijn ook voor de commerciële eigenaren en gebruikers van vastgoed punten van belang, evenals tot op zekere hoogte voor de gemeenschap.

Maar voor de eenvoud – en zo voor de duidelijkheid – wordt in dit boek gereedeneerd vanuit de positie van de vastgoedbelegger.

Op de eerste plaats gaat het dan om het behalen van tenminste een benoemd minimaal gemiddeld rendement, gezien over een bepaalde periode. Daaraan verbonden zijn de beide aspecten van de toegekende waarde en de verwachtingen ten aanzien van de verdere waarde-ontwikkeling van het betreffende vastgoed. Die waarde kan zelf bepaald worden, met name wanneer het de beleggingswaarde betreft: de eigen visie op de waarde van het vastgoed in portefeuille.

Is evenwel een objectief oordeel gewenst, of vereist, dan gaat het om de marktwaarde van het vastgoed. Dat dient dan door een onafhankelijke partij te worden bepaald: de taxateur. En dan blijkt – ook zonder minder-, of niet-ethische oogmerken –, dat die waarde vele gezichten heeft! Daar waar alle belanghebbenden, de ‘*stakeholders*’, behoefte hebben aan slechts één waarde – een duidelijke. Dat is niet het geval.

Zodoende vragen onder meer De Nederlandsche Bank, DNB en de Autoriteit Financiële Markten, AFM, zich af, welke waarde gehecht kan worden aan zo'n toegekende waarde?

In onderstaand citaat formuleert J. Boeve dat als volgt, zich de vraag stellend: “Het is zinvol om zich de vraag te stellen of uitsluitend het begrip marktwaarde wel voldoende inzicht geeft aan toezichthouders en belanghebbenden” [73.]. Dat was een zéér zinnige vraag. Die waarschijnlijk door de lezers, na het doornemen van dit boek, negatief beantwoord zal worden – anders was het ook geen vraag, toch?

Met andere woorden, hoe staat het met de betrouwbaarheid van afgegeven (taxatie)waarden en de kwaliteit van het daarbij doorlopen proces? Met name als het gaat om commercieel vastgoed? Kan dat wel, gegeven het ontbreken van een eenduidig begrippenkader? En snijden de diverse gegeven aanzetten, om te komen tot verbetering van de taxatiemethodiek, ook hout? In die zin, dat aan de behoeften van die toezichthouders en stakeholders tegemoet is gekomen? Zijn die niet vooral procedureel van aard geweest?

Een zorgvuldiger uitvoering van het proces van waarden heeft zeker een positief effect, laat daarover geen misverstand ontstaan. Het werkt door in een zorgvuldiger keuze van de waarden, die aan de parameters van de waardeberekening moeten worden toegekend. Maar dat alleen is niet voldoende.

Want het is óók van belang te weten, of dat proces wel goed is toegesneden naar de feitelijke situatie inzake het te waarden vastgoed. Wat zijn de theoretische grondslagen daaronder? En welke beïnvloedende factoren werken in op de waardering ervan?

Wat dat laatste betreft, zodra de factor emoties en de menselijke gedragskenmerken aan de problematiek toegevoegd worden, geven de gangbare waarderingmethoden ‘niet thuis’. Zodoende is er nog steeds geen theorie gevormd ter onderbouwing van het vastgoedmanagement in de volle breedte van dat vakgebied – dus inclusief het waarden van vastgoed. Om dat te kunnen beoordelen, moet over voldoende theoretische kennis beschikt worden. Daar draagt dit boek aan bij.

In dit boek staat het waarden van vastgoed centraal, maar het gaat niet in op het berekenen van een waarde, met behulp van een of ander berekeningsmodel, die om afgewogen redenen aan een vastgoedobject zou moeten worden toegekend.

Daarbij wordt aangesloten op de mening van DNB-Directeur J. Swank, die terecht de opmerking maakte: “Een model is niet zaligmakend en blijft altijd voor verbetering vatbaar” [31.]. Differentiatie is in voldoende mate mogelijk binnen een standaard te gebruiken rekenmodel, maar dat kan ook schijnzekerheid geven.

En eveneens kunnen niet alle gewenste verbanden getrouw worden opgenomen binnen een rekenmodel. Zodoende is het niet alleen van belang te weten wat wél berekend wordt, maar tevens welke effecten daarbij dan níét zijn meegenomen en wat daarvan de consequenties hadden kunnen zijn.

Zo zijn bijvoorbeeld de gangbare rekenmodellen, zoals hiervoor al aangegeven, niet afgestemd op het betrekken van emotionele factoren en menselijke gedragskenmerken. Naast de functionaliteit en het te leveren prestatieniveau, is de emotionele factor de derde pijler onder het bepalen van de waarde van vastgoed. Die pijler wordt dus genegeerd. Daartoe moeten ook de menselijke gedragingen gerekend worden, die door emoties gestuurd worden. Zo'n algemene menselijke karaktertrek – dus ook te vinden bij de vastgoedprofessionals – is het zo gevoelig zijn voor ‘*cognitieve dissonantie*’: het kuddedrag. Dat gedrag beïnvloedt de besluitvorming en vertekent de werkelijkheid. Wat ook niet bij de waardeberekeningen tot uitdrukking komt. Het oordeel van de kudde heet dan marktconform te zijn!

Bij de rekenkunde op het niveau van de financiële markt – en zo ook bij de gebruikte vastgoed-rekenmodellen – wordt steeds uitgegaan van een zich puur rationeel gedragende belegger in een ideale markt. Maar zo zit de mens niet in elkaar. En ook de vastgoedmarkt niet. Theorie en werkelijk sluiten niet op elkaar aan! Dit boek beperkt zich tot het theoretische gedeelte. De vertaalslag van die theorieën zal van geval tot geval anders zijn. Dat beoordelen is aan de (lokale) deskundige taxateurs.

0.2 *Taxatie-branche in beklagdenbankje*

Jawel, dit boek levert de nodige kritiek op de gangbare praktijk van het taxeren van vastgoed. Dat kan ook niet anders gelet op het bovenstaande. Maar daar gaat het niet per se om. Ook al gelet op het feit, dat dit al jaar en dag door gedaan is zonder enig resultaat – waarvan onder meer de vele publicaties van de auteur getuigen. Gesteld wordt dan ook, dat de algemeen geuite kritiek op de taxateurs ten dele niet terecht is. Want het betreft als het ware ‘*systeefouten*’. Daar gaat dit boek over.

Een kritische opstelling is zeker op zijn plaats, maar eerder ten aanzien van de gebruikte methoden en modellen, dan kritiek op de waarde, die door taxateurs wordt afgegeven. Die kritiek wordt gebaseerd op analyses van eerder afgegeven taxatiewaarden ten opzichte van de vervolgens enige tijd daarna gerealiseerde verkoopprijzen. Daar zit gemiddeld een (te) grote bandbreedte tussen. Dat is de kern van de kritiek en wordt vaak aangehaald om de zwakte van de taxaties cijfermatig aan te kunnen tonen.

De RICS, ‘Royal Institution of Chartered Surveyors’ (de RICS is de wereldwijd opererende organisatie gericht op de kwaliteitsverbetering van de verschillende vastgoedgerelateerde disciplines), laat de ontwikkelingen op dat punt periodiek onderzoeken.

De volgende tabel toont de resultaten van die vergelijking voor Nederland ten opzichte van die van de drie grote westerse landen. De RICS hoopt dat daarvan een positieve stimulans uitgaat tot verhoging van het niveau van ‘betrouwbaarheid’. Maar daarvoor is dit het verkeerde voorbeeld. Want er is helemaal geen sprake van een fout, van al of niet betrouwbaar zijn: er is sprake van een onjuiste vergelijking!

Ontwikkeling bij drie bandbreedten van taxatiewaarden vs. verkregen verkoopprijzen over 2009 - 2011 voor vier landen

Land / Percentage afwijking / Jaar:	Indelingsklassen procentuele verschillen afwijkende verkoop/koop- prijs ten opzichte van de voorafgaand toegekende taxatiewaarde								
	+10% -- -10%			+15% -- -15%			+20% -- -20%		
	2011	2010	2009	2011	2010	2009	2011	2010	2009
Nederland	74%	64%	65%	87%	75%	82%	91%	80%	88%
Frankrijk	37%	40%	63%	50%	48%	78%	58%	52%	86%
Duitsland	44%	50%	53%	52%	65%	59%	60%	75%	69%
VK	68%	57%	55%	80%	72%	71%	87%	82%	82%

Tabel 0.2.1 Vergelijking afgegeven taxatiewaarden met vervolgens daarna gerealiseerde verkoopprijzen voor Nederland en drie andere landen volgens de resultaten van het meest recent uitgevoerde onderzoek daarnaar (bron: RICS IPD, 2013, [62.]).

De commotie over die verschillen is begrijpelijk. Immers, voor een belegger is het hebben van een juist beeld van de aan diens vastgoedbelegging toegekende waarde van het grootste belang. Want daarop wordt niet alleen het beleggingsbeleid gebaseerd, maar ook de af te leggen verantwoording. Zowel de verantwoording voor het gevoerde beleid en de daarmee bereikte resultaten, als het al dan niet gehaald hebben van eerder gestelde doelstellingen.

En gelet op de grote bandbreedte, waarbinnen de waarderingen afwijken van de geëffectueerde prijzen, moeten niet alleen de externe financiële toezichhouders aan de betrouwbaarheid van de gehanteerde taxatiewaarden twijfelen. De vastgoedbeleggers zouden dat op de eerste plaats moeten doen! Twijfel aan de juistheid van de waarde zou een onacceptabele situatie moeten zijn.

Op de eerste plaats voor het betrokken management en de directie, evenals de interne toezichhouders en aandeelhouders. En op de tweede plaats voor de overige belanghebbenden, waaronder die beide eerder genoemde externe toezichhouders.

Echter, bij vastgoed is die situatie een volkomen geaccepteerde realiteit! Niettegenstaande al die RICS-onderzoeken gedurende een reeks van jaren, met elke keer weer een dergelijk beeld. Terwijl het toch zodoende een reële vraag is, of die afgegeven taxatiewaarden wel de grondslag mógen vormen voor de bepaling van het beleggingsbeleid en de verantwoording van de resultaten? Dat raakt de kern van het beleggen in vastgoed!

Over het algemeen wordt de afwijking van de toegekende waarde ten opzichte van de gerealiseerde verkoopprijs verdedigd door te wijzen op het effect van de verstrekte tijd tussen het moment van bepaling van de waarde en de totstandkoming van de overeenkomst: het ‘*lagging*’-probleem.

In feite is dat probleem groter, omdat bij de waardebepaling wordt teruggevallen op het databestand met een tijdreeks aan transacties, waarvan het gemiddelde wordt genomen, zodat een verschil in tijd al is ingebakken. Tussen de gemiddelde datum van het gebruikte databestand en de taxatiedatum zou zo’n 9 maanden liggen (*bron: ROZ/YPD, A.C. Hordijk, voordracht voor de IVBN*). Waar vervolgens nog de tijd bij opgeteld moet worden tussen het beschikbaar komen van die analyseresultaten en het moment, dat deze ingezet worden bij het verkoop/koop-proces.

Het ging daarbij nog om data uit de ‘goede oude tijd’. Zodat onder de huidige marktomstandigheden de extra ‘*transactie-tijd*’ op de gemiddelde datum van de gehanteerde database er niet gunstiger op geworden zal zijn.

Echter, tussentijds tot het moment van het afsluiten van de verkoop/koop-overeenkomst, heeft de vastgoedmarkt een bepaalde ontwikkeling doorgemaakt. De effecten daarvan zijn niet bij de bepaling van de transactieprijs meegenomen.

Dat effect wordt wel eens aangevoerd ter verklaring van (een deel van) de verschillen in waarde en prijs. Dan worden correcties toegepast om de geconstateerde absolute fout terug te brengen tot meer aanvaardbare proporties: met een resterend verschil ca. 4 procent (*bron: ROZ/YPD, A.C. Hordijk, voordracht voor de IVBN*). Echter, dat is zo’n ‘want als dit niet ... en als dat niet ... enz.’-argumentatie. Het gaat er evenwel niet om de ‘fout’ te verklaren!

0.3 *Taxatie-branche als ‘systeem-branche vastgoed’*

Waarom moet zo’n verschil tussen toegekende waarde en gemaakte prijs zo negatief belicht worden? Het is toch logisch? Eerder zou het min of meer volledig overeenkomen ervan opmerkelijk zijn.

Nog afgezien van dat lagging-probleem – en meer niet genoemde problemen –, zijn immers zowel de waardetoekenning, als de verkregen verkoop/koop-prijs, ‘vervuld’ met subjectieve elementen, waarvoor niet gecorrigeerd kan worden.

Ten eerste gaat het om het effect van de mate van ingezette professionaliteit bij de onderhandelingen aan de kant van de verkoper en koper.

Ten tweede om het effect van de opgewekte emoties, welke een objectief oordeel vaak in de weg staan. Zoals met betrekking tot de beoordeling van de kwaliteit van het vastgoed. En kwaliteit legt de basis voor de toe te kennen waarde.

Ten derde om het effect van de mogelijk aanwezige andere redenen om het vastgoedobject (per se) af te willen stoten, respectievelijk (juist) te willen verwerven, dan puur uit marktconform beleggingsoogpunt. Daartoe ook te rekenen om redenen van de menselijke gedragingen.

Ten vierde gaat het om beoordeling van de juistheid van het afgegeven waardeoordeel door de taxateur volgens de beide partijen, voordat die de onderhandelingen aangaan. Want de toegekende waarde aan het betreffende vastgoed is toekomst gebaseerd, zodat de taxateur die toekomst in een of andere vorm eerst dient te voorspellen. Waarom mag dan niet getwijfeld worden aan zo’n subjectieve voorspelling?

Ten vijfde is namelijk het uitgangspunt niet juist, dat de gerealiseerde prijs de enige juiste marktwaarde aangeeft, zodat een afwijking daarvan dan fout is. Als dat ijkpunt niet juist is, is er geen referentiepunt voor goed en fout. Een voorbeeld zal dat hopelijk verduidelijken.

Op de aandelenbeurs wordt de actuele koers van een aandeel neergezet door een onbekend, maar vaak zeer groot aantal kopers en verkopers. Die koers, de te betalen prijs, is de op dat moment aan dat aandeel gegeven gemiddelde waardering. Dat heet een transparant proces te zijn.

Maar dan wordt voorbijgegaan aan de context van die koersbepaling. Die koers is immers een gewogen gemiddelde waarde binnen een bepaalde bandbreedte van biedingen, welke niet in beeld wordt gebracht.

En ook is niet meegenomen de opinie van het onbekende aantal niet-bieders, die de koersontwikkeling onrealistisch vonden en niet instapten. Of juist uitstapten, waardoor het koersbepalende bod van kopers in beeld kwam.

In dat verband hoort men niemand praten over afwijkingen van een toegekende waarde ten opzichte van de zelf toegekende prijs. Als de prijs voor het aandeel de waarde weerspiegelt, dan is die waarde (zeer) ‘vluchtig’: past dat bij het begrip waarde? Die koers is slechts een voor dat specifieke moment geldende resultante – en mogelijk op het bekend worden daarmee al vervluchtigd in een nieuwe waarde.

Die praktijk is volkomen geaccepteerd, zonder enig probleem met een (onbekende) bandbreedte, waaruit die is voortgekomen. Het is weliswaar een feitelijk gegeven, maar slechts momentaan. Het heeft geen enkele waarheid op zich, anders dan op dat bepaalde moment het toevallige gemiddelde te zijn – en op moment van publicatie is dat mogelijk al weer wat anders. Daarmee een nieuw richtgetal neerzettend, met de volgende vluchtigheid, de nieuwe waarde.

Zo gezien is dan waarde wat aandelenbeleggers gemiddeld op dat moment voor dat aandeel over hebben. Terwijl het bij vastgoed gaat over de (ingeschatte) hoogst verkrijgbare waarde van één vastgoedbelegger over een behoorlijke periode gezien, bij een (zeer) beperkt aantal potentieel geïnteresseerden gedurende die periode, zodat er ook geen correctie is door de grootte van het aantal.

Voor deze effecten van bovenstaande vijf genoemde belangrijkste punten – want er zijn meer te noemen – wordt de verkregen verkoop/koop-prijs achteraf niet gecorrigeerd, zodat die contextueel en subjectief vervuilde prijs in databestanden beland. Met de status van ‘*objectieve marktinformatie*’. Die prijs geldt daardoor als dé nieuwe marktconforme richtprijs voor de actuele marktontwikkelingen!

Die op de een of andere manier verkregen vervuiling van de ‘échte’ waarde gaat op voor alle transactiepreizen. Daarbij leunen de taxateurs bij hun taxaties zwaar op eerder verkregen vervuilde prijsinformatie. Zodoende zijn al die bijkomende zaken via die vervuiling verwerkt in de diverse bestanden.

Die vervuiling is dus structureel van karakter!

Dit niet voldoende onderkende element bij taxeren, deze ‘grauwsluier’, is een systeemfout. Dat de belegger daarop diens beleggingsbeleid en verantwoording baseert, is de taxateur niet aan te rekenen. Die geeft slecht een waarde-oordeel af. Die is gebaseerd op internationale richtlijnen, waarbij geen aandacht is voor dergelijke ‘*systeemfouten*’. En zodoende hoeft die taxateur er ook niet vanuit te gaan, dat die zelf de afgegeven taxatiewaarde zou moeten corrigeren.

De taxateur zou daarentegen wel diens opdrachtgever moeten attenderen op het geschetste feit. Want: de halve waarheid van de taxatie is erger dan het onjuist zijn van de waardering op zich!

Maar zelfs als men zich bewust is geworden van die systematische vervuiling in de marktinformatie, dan is nog niet bekend welke invloed dat gehad zou kunnen hebben. Met andere woorden, met welke factor zouden die data dan gecorrigeerd moeten worden?

Het dient geaccepteerd te worden, dat er geen ‘échte’ marktwaarde bestaat. Net zomin als dat een gemiddelde waarde een realiteit is. Het zijn rekenkundige bedenksels, die het helpen zich een beeld te vormen van wat mogelijk de waarde zou kunnen zijn. Een taxatiewaarde is en blijft slechts een invalshoek afhankelijke subjectieve, relatieve en momentane waarde. Oók als het etiket marktwaarde erop is geplakt. Zodat de gebruiker ervan zich vooral bewust moet zijn van de zwakke onderbouwing ervan. Waarbij de taxateur dan wel meer als de materie-deskundige adviseur zou mogen optreden.

Er is genoeg kritiek te leveren op de taxatiepraktijk, maar dat doet desondanks niets af van het grote belang, dat aan de beroepsgroepen makelaar en taxateur moet worden toegekend: zonder dergelijke partijen functioneert de vastgoedmarkt niet!

Als ‘eerste lijn zorgverleners’ zijn hun periodiek beschikbaar gestelde resultaten uit hun databestanden en hun publicaties over de marktontwikkelingen van essentieel belang. Zo gezien vormen zij een ‘*systeem-discipline*’ binnen de vastgoedmarkt, ‘die niet om mag vallen’! Zij immers zorgen ervoor, dat de ‘marktbarometer’ werkt, er een duidelijke beeldvorming van de historische en redelijk actuele marktontwikkelingen beschikbaar is en dat er over de benodigde basisinformatie beschikt kan worden ter onderbouwing van gewenste transacties. Ook al kan dat beter! En geloof het niet!

Met andere woorden, vastgoed moet op haar eigen merites beoordeeld worden. Geen vastgoedobject is gelijk en zelfs als het om één object gaat, zullen de verschillende waarnemers dat object nog anders zien. Zoals iedereen bijvoorbeeld de overbekende appel schilderend anders zal weergeven, zo zullen waarderingen van vastgoed ook steeds persoonlijk ‘gekleurd’ zijn. En zal het gemiddelde beeld van die weergaven geen recht doen aan al die individuele opvattingen. Dat houdt dan in, dat de taxateurs zich niet hoeven te verdedigen.

En dat zouden zij ook niet móeten doen, wanneer er een verschil geconstateerd wordt tussen een prijs en hun eerder afgegeven waarde. Het verklaren van het ontstaan van het geconstateerde verschil is defensief, is nergens goed voor en leidt tot niets – het geeft alleen maar blijkt het zelf niet gesnapt te hebben.

Het moet geaccepteerd worden, dat een afgegeven waarde ‘enigermate bezijden de ‘waarheid van de prijs’ zal zijn’. Het is afhankelijk van degene die waardeerde en van de partij die kocht, c.q. verkocht. In plaats van een verdediging op basis van ‘goed praten’, moet de strategie zijn verantwoording af te leggen over de gemaakte keuzen bij de beoordeling van kwaliteit en de daaruit voortvloeiende waarde.

Het accent moet gelegd worden op de argumenten en de onderbouwing daarvan, waarvan het eindresultaat een ‘bijproduct’ is. Dat moet de insteek zijn.

Echter, wel moet de taxateur zich gaan bezinnen wat het voor de sector én voor diens eigen beroepsuitoefening inhoudt, dat ieders opvattingen over kwaliteit – en vervolgens over de daarop gebaseerde toegekende waarde – geen algemene zeggingskracht hebben: dus óók diens eigen oordeel niet! Diens mening zal zodoende theoretisch goed onderbouwd moeten kunnen worden. Daar wil dit boek aan bijdragen!

Het lijkt erop dat recent meer mensen zo in dezelfde richting zijn gaan denken. Tenminste afgaande op het redactionele commentaar in PropertyNL Magazine bij de aankondiging van het nieuwe register voor taxateurs. Waarvan onderstaand citaat [61.].

Redactie PropertyNL Magazine:

Nieuw register op koers

“Directeur van de Raad Onroerende Zaken (ROZ) Jan Willem Dijkhuis hamerde in zijn presentatie op het verschil tussen taxatie- en transactieprijs. De kasstroom methodologie wordt steeds belangrijker. Transparantie wordt belangrijker en de taxateur wordt steeds meer een financieel specialist.

Dijkhuis: ‘Vastgoed is meer dan ooit een financieel product – financial engineering komt terug met extreem goedkope leverage. Gevolg is dat taxaties volatiler worden. De acties van de Europese Centrale Bank (verder verlaging van de rente, red.) geven daar nog meer voedingsbodem aan’. Dijkhuis schetste hoe nog steeds behoorlijk wordt ‘gestoeid met de disconteringsvoet’ waarmee huurstromen contant worden gemaakt. ‘Dat mag professioneler door scenario’s te schetsen’. [...]

In de paneldiscussie wees Johan Iemhoff, corporate controller van Bouwinvest, op het belang van het proces en de modelmatige benadering van taxaties: ‘Institutionele beleggers willen naar een meer wetenschappelijke benadering van de taxateur. We willen het kunnen uitleggen aan de toezichthouders en de aandeelhouders. Hoeveel risico past in de ALM-studie? De professionalisering van de taxatiebranche kan ons niet snel genoeg gaan. Voortgang en snelheid zijn geboden’.

Scenario-denken
– Toelichting theorieën
waarderen vastgoed

1. Achtergrond informatie
Toelichting op specifieke vastgoedaspecten

Hoofdstuk 1

1 Werking vastgoedmarkt

1.1 *Belang vastgoed*

Voordat dieper ingegaan wordt op het waarden van vastgoed, wordt eerst het belang van vastgoed toegelicht – en daarmee de eraan toe te kennen waarde. Aan wonen, werken, winkelen, recreëren enz. zit altijd een persoonlijke én een gemeenschapskant verbonden. Het belang van het betrokken vastgoed overstijgt dan ook dat van het individu. Het vastgoedobject maakt onderdeel uit van de lokale gebouwde omgeving, kan daar niet los van gezien worden. Qua waardering wordt het door die omgeving beïnvloed. Maar tegelijkertijd beïnvloedt het omgekeerd óók die omgeving, door het onderdeel daarvan te zijn. En dat geldt niet alleen op het niveau van ‘de stenen’, maar ook op de historie, die aan die stenen ‘kleeft’. En natuurlijk door het actuele gebruik van dat vastgoedobject en de daarbij geboden toekomstige mogelijkheden. De bewoners/gebruikers spelen dan eveneens een cruciale rol, door de mate van en wijze waarop deze het vastgoed benutten en door de mate van en de wijze waarop geparticipeerd wordt binnen die lokale gemeenschap.

De drieledige waarde van een vastgoedobject:

- ❖ Deel van de gebouwde omgeving voor het collectief van de gemeenschap.
- ❖ Gebruiksgoed voor de individuele betrokkenen.
- ❖ Kapitaalgoed voor de eigenaar ervan.

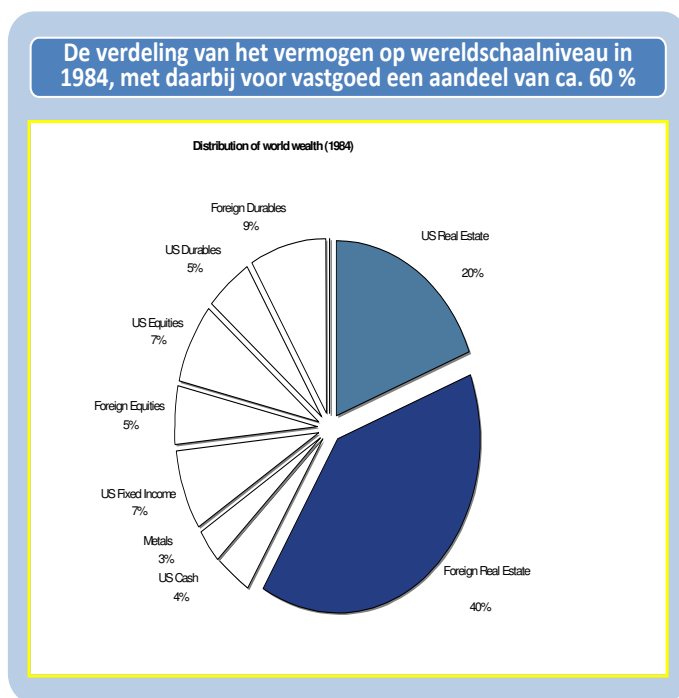
Deze waarden zijn onlosmakelijk aan elkaar verbonden. Dankzij de gebruikswaarde op individueel niveau, heeft vastgoed betekenis – en dus waarde – voor de eigenaren, gebruikers en gemeenschap. Zodoende kan er vanuit die drie verschillende belangen een financiële waarde aan worden toegekend. En omgekeerd, doordat er een financiële waarde mee verkregen kan worden, wordt het vastgoedobject gerealiseerd voor het bedoelde gebruik voor de individuele betrokkenen, met kwalitatieve consequenties voor die bestaande gebouwde omgeving. Wél kunnen deze belangen onderling op gespannen voet met elkaar staan.

Zo zal een voor de gebruiker optimaal gebouw niet altijd passend geacht worden binnen het totale beeld van de omgeving, of kan het een minder goede investering blijken te zijn.

Daarentegen kan een wél in de omgeving als passend geachte toevoeging gezien worden als een minder goede, of zelfs slechte belegging, omdat het niet, of in onvoldoende mate, geschikt is voor de beoogde gebruiker(s) – en zodoende het belang van de eigenaar onvoldoende dekt.

Dat laatste, het financiële belang van vastgoed voor de eigenaren, is totaal genomen zeer hoog, zoals onderstaande figuur aangeeft. Bedacht moet daarbij worden, dat daarvan afgeleid óók het belang indirect voor de gemeenschap groot is. De figuur toont de verdeling van het vermogen over verschillende beleggingscategorieën uit 1984, zoals dat toen berekend was [12.].

Onder meer in 1991 is die berekening nogmaals uitgevoerd, zonder dat er toen grote verschillen gevonden werden. Gelet op de grote foutmarge bij dit soort onderzoeken maakt dat ook niets uit: het gaat om de orde van grootte en dat zal momenteel niet veel anders zijn naar verwachting.



Figuur 1.1.1 Verdeling van het vermogen over verschillende beleggingscategorieën in 1984 (bron: Ibbotson, R.G. e.a., in [12.]

Uit dat onderzoeksresultaat blijkt dus, dat vastgoed ruim 60 % van al het vermogen op wereldschaalniveau vertegenwoordigt!

Dan mag het toch op zijn minst vreemd gevonden worden, dat het vakgebied toch zo'n achtergebleven wetenschappelijk gebied is gebleven qua kennis, begrip en inzicht. Door de eeuwen heen is het niveau op die punten bij vastgoed nooit sterk ontwikkeld geweest.

En dat terwijl het vakgebied vastgoedmanagement, naast dat van facility management, aangemerkt kan worden als 'pre-humaan'. Immers, volgens zeer oude bronnen was er vóór de komst van het eerste mensenaar al een Paradijs, met al haar 'landscaping' en minimaal de exit-poort als vastgoedobject.

Als die visie uit bronnen van nog voor het Oude Testament, met zo'n terugblik in de tijd, niet gedeeld worden, dan is er nog een andere bron uit de oudheid, waaruit het belang van vastgoed blijkt. Namelijk het 'Gilgamesj epos'. De Sumerische versie ervan, in ca. 2150 - 2000 voor Christus op kleitabletten in Mesopotamië geschreven, is het oudste ooit gevonden stuk proza. Daarin staat de bouw van de stadsmuur van Ur centraal, die de mens bescherming zou moeten bieden tegen de krachten van de natuur.

Toen ging het met de bouw al fout – en afgaande op de voortdurende toename van de opleveringsgebreken bij nieuwbouw, vandaag de dag nog steeds. Terwijl vastgoed toch ruim 60 % van het totale vermogen op wereldschaalniveau vertegenwoordigt, wordt dat niveau (min of meer) als normaal aangemerkt. Blijkbaar heeft de sector zich ergens toch bewezen, zonder dat daarvoor een goede basis bestond! Binnen de huidige tijdgeest is dat niet meer te verantwoorden en is het de hoogste tijd die basis alsnog te leggen. 'Men wist niet beter' is geen excuus, alleen een extra reden te meer aan het onvoldoende niveau wat te doen.

De ontwikkeling van het vakgebied is al vroeg blijven steken op het niveau van het financiële belang door de dominantie daarvan. Maar er ging ook nooit een prikkel uit tot een hoger niveau van inzicht, omdat het vastgoed overwegend te utilitair en commercieel benaderd werd. Het bezit evenwel meer dimensies. Dus de hoogste tijd om wat te doen aan die ontwikkeling – internationaal, maar ten minste te beginnen in eigen land! Want met de huidige wijze van werken wordt geen stap verder gezet!

Zoals gesteld is het méér dan tijd voor drastische maatregelen op dit gebied van de ontwikkeling van het vakgebied, maar dan moet daarvoor de bereidheid bestaan over de 'eigen schaduw heen te springen', de commerciële belangen niet te laten prevaleren en te helpen die ontwikkeling te financieren. Steeds zijn die punten onneembare horden gebleken.

Maar er is nog een wezenlijk probleem, want bij vastgoed is namelijk alles toekomst gericht. Die hele sectorale keten rond de levenscyclus van een vastgoedobject moet geplaatst worden binnen een toekomstbeeld. En de toekomst is nu eenmaal ongewis. Als iets niet zeker is, hoe kan dan tot eenduidige visie gekomen worden op aspecten als belang en waarde?

Het éérste probleem betreft dan ook de beeldvorming van de mogelijke toekomstige ontwikkelingen, als basis voor de verdere ontwikkeling.

1.2 Waarde gebaseerd op kwaliteitsoordeel

Vastgoed moet op haar eigen merites beoordeeld worden, wanneer gekeken wordt naar hoe de daaraan toe te kennen waarde bepaald wordt. Dat toekennen van een waarde is namelijk gebaseerd op de eraan voorafgaande beoordeling van de kwaliteit – en dat is bij vastgoed onvergelijkbaar ten opzichte van bijvoorbeeld de andere beleggingscategorie aandelen. Daar wordt te gemakkelijk aan voorbij gegaan.¹

De factor kwaliteit speelde al de hoofdrol bij de evolutie van al wat leeft tot op heden – en blijft dat doen binnen de ‘*struggle for life*’. Bij leven en overleven gaat het om het kunnen onderscheiden van kwaliteiten van elkaar en van gebeurtenissen in de omgeving, om vervolgens het aan de (vermeende) verschillen toegekende nut te kunnen benutten ten gunste van de te trekken eigen lijn. Van alles, materieel en immaterieel, waaraan waarde wordt toegekend, is eerst voorafgaand (min of meer) de kwaliteit persoonlijk beoordeeld – of was dat reeds in de genen vastgelegd als resultaat van eerdere beoordelingen door de vorige generaties. Kwaliteit vormt het fundament onder de, onderling zo met elkaar verweven, maatschappelijke, sociale en culturele systemen. Inclusief de aan te houden normen en waarden en de daarbij overeengekomen economische en juridische stelsels. Dat maakt het begrip zo complex!

Op zich is het daarom uiterst merkwaardig, dat er nagenoeg niets bekend is over wat nu precies de kwaliteit bepaalt – terwijl er wel, zelfs zeer complexe, berekeningsmodellen gangbaar zijn, die zouden bepalen wat iets waard is!

Het denken over kwaliteit is vooral ook zo complex, omdat het nooit het stadium bereikt van het algemeen geaccepteerd zijn – steeds betreft het slechts de momentane richting van denken en een opschuivende ontwikkeling.

¹ Zie voor meer informatie over dit thema de website keerisvastgoedconsultancy.nl, bij eigen publicaties het boek ‘Kwaliteit, Onderzoek naar de bepaling van kwaliteit – als basis voor de toekenning van waarde’.

Dat is juist het gevolg van die verwevenheid van onze maatschappelijke, sociale en culturele systemen. Bij kwaliteit gaat het om een – tijdgeest-gebonden – ontwikkelingsrichting van conceptueel denken. Daarbij zijn de actuele opvattingen slechts bepalend zolang die tijdgeest leidend is – en slechts voor degenen die zich aan die tijdgeest conformeren. Zo was het schoonheidsideaal in de tijd dat Rubens zijn vrouwenfiguren schilderde dik en blank zijn. Daarmee tot uitdrukking brengend het beschikken over welvaart en daardoor niet buiten op het land te hoeven werken. Vandaag de dag schrijft de mode juist slank en een gebruinde huid voor.

En bij kwaliteit gaat het steeds om een samengesteld geheel van meerdere afzonderlijke kwaliteitsaspecten, die te plaatsen zijn op verschillende aggregatieniveaus, waarbij zij hun invloed op de beoordeling van de uiteindelijke kwaliteit behouden. Bij het begrip kwaliteit wordt dan ook steeds het integrale kwaliteitsniveau bedoeld, daarmee uitdrukking gevend aan de direct onderkende én impliciet aanwezig veronderstelde (nog) resterende niet betrokken kwaliteitsaspecten. Zodoende is er bij de beoordeling van de kwaliteit van een aanbod, op het niveau van de te onderscheiden afzonderlijke kwaliteitsaspecten ervan, steeds sprake van meerdere naast elkaar en onafhankelijk van elkaar toegekende waarderingen, elk met een eigen wegingsfactor, met als saldo het gewogen integrale kwaliteitsniveau. Zo kan één negatief beoordeeld kwaliteitsaspect, op het niveau van ‘*veto-criterium*’, het totaal aan overige positieve waarderingen onderuit halen. Omgekeerd kan één positief beoordeeld aspect, op het niveau van emoties, de overige negatieve beoordelingen méér dan volledig compenseren. Er is dus sprake van absolute voorwaarden en daarnaast van de mogelijkheid tot verevening.

De toe te kennen waarde wordt niet alleen gebaseerd op de beoordeelde kwaliteit, maar tevens op daarbij geconstateerd kwaliteitsverschil ten opzichte van een of meer alternatieve mogelijkheden. De beoordeling van de waarde dient daardoor gebaseerd te zijn op de absolute kwaliteit op zich én op de relatief toegekende kwaliteitsverschillen. Dat laatste bepaalt in sterke mate het onderkende nut. Zo gezien kan gesteld worden, dat verschil maken in kwaliteit waarde creëert. Het doel waardecreatie kan dus bereikt worden door gecreëerde kwaliteit.

Echter, het omgekeerde gaat niet altijd op: gecreëerde waarde resulteert niet automatisch in een hoger kwaliteitsniveau. Want er kan sprake zijn van pure ‘*window dressing*’.

Gecreëerde waarde, zonder dat daarbij sprake is van een gelijktijdig gecreëerd hoger kwaliteitsniveau, is mogelijk door invloed uit te oefenen op de mentale processen van degene die de kwaliteit beoordeelt. Immateriële kwaliteitsaspecten dragen namelijk ook bij aan de waardebepaling.

Zoals bijvoorbeeld het ‘onder architectuur gebouwd’-zijn van een vastgoedobject bepaalde sentimenten op kan roepen door het emotioneel erdoor geraakt worden. Terwijl er op de keper beschouwd feitelijk geen verschil is met de normale ‘project-ontwikkelaarsarchitectuur’ qua functionaliteit en geleverd prestatieniveau.

Het begrip kwaliteit dekt een veelheid aan verschillende en verschillend gearde kwaliteitsaspecten en al die waarden worden steeds slechts ten dele erkend en erkend bij elke kwaliteitsbeoordeling, door wie dan ook. Tevens heeft elke beoordeelaar daarbij een andere, persoonlijke ‘bril op’ en eigen ‘blinde vlekken’. Elke persoon hanteert daarbij bij kwaliteitsbeoordeling intuïtief een eigen set ‘requirements’-criteria, met persoonlijke wegingsfactoren. Wat doorwerkt bij de toekenning van waarde.

Zodoende blijven bij elke kwaliteitsbeoordeling veel kwaliteiten onderbelicht en is het niet vreemd, dat beoordelingen onderling uiteenlopen. Maar bovendien verandert die mening over de kwaliteit voortdurend als gevolg van nieuwe opgedane ervaringen: wat was, is niet meer. Elk kwaliteitsoordeel is dan ook steeds subjectief, relatief en momentaan van aard. Vastgoed mag dan wel ‘vast’ van aard zijn, dat geldt niet voor de eraan toegekende kwaliteit en daarmee de waarde.

Dat persoonlijke oordeel over de kwaliteit is evenwel te beïnvloeden, zoals via de ‘gebakken lucht’ van marketing en ‘social media’! Als dat de basis is voor het bepalen van de toe te kennen waarde, dan geldt dat voor het daarop gebaseerde waarde-oordeel eveneens. Waarde kan dus stoelen op gebakken lucht.

Hierboven werd gesteld, dat niet alle kwaliteitsaspecten bij de beoordeling worden meegenomen en dat er individuele wegingsfactoren gehanteerd worden. Anders gezegd, van alle kwaliteitsaspecten wordt individueel selectief, intuïtief en bewust, een aantal als belangrijk aangemerkt. Zodoende varieert de opbouw en samenstelling van het basis kwaliteitsniveau bij kwaliteitsbeoordelingen. Maar daartoe maakt altijd deel uit het toe te kennen ‘nut’, bepaald door de volgende beïnvloedende factoren.

De beïnvloedende factoren, die het toe te kennen nut bepalen:

- ❖ ‘Functionaliteit’.
- ❖ ‘Prestatieniveau’.
- ❖ ‘Emoties’.

In de figuur wordt deze indeling nog eens weergegeven, met daarbij de top-vijf van aandachtsgebieden van elke factor.



Figuur 1.2.1 Indeling naar de beïnvloedende factoren van het begrip waarde, zoals die aan vastgoed wordt toegekend, met daarbij aangegeven de top-vijf aan bijzondere aandachtsgebieden.

De eerste genoemde beïnvloedende factor, toegekend nut, omvat de belangrijkste kwaliteitsaspecten en legt onder meer de basis voor de toe te kennen waarde. De tweede factor, opgewekte gevoelens, is in zeer veel gevallen evenwel de belangrijkste. Want die dekt de immateriële beïnvloedende factoren en alle mentale en fysieke processen worden gestuurd en beïnvloed door emoties.

De gebruikswaarde kent meer van belang zijnde factoren dan die top-vijf, zoals de bereikbaarheid, milieugevoeligheid en -zoning, nabijheid voorzieningen en het niveau daarvan, de nabijheid van natuur- en recreatiegebieden e.d.

De toekomstwaarde wordt hierbij gezien als onderdeel van de functionaliteit, in de zin dat het door flexibiliteit in het gebruik in de tijd gezien blijvend aan de vraag in de veranderende markt kan voldoen. Maar dat kwaliteitsaspect wordt ook wel als afzonderlijk waarde-element gezien. Punten daarbij zijn dan de duurzaamheid van de inrichting op locatieniveau en de potentie van mogelijke andere bestemmingen.

De belevingswaarde heeft nog van belang zijnde factoren zoals het uitzicht, de zichtbaarheid, verkeersveiligheid, de fysieke en sociale veiligheid, maar ook zaken als de omgevingskwaliteit van gebouwen en publieke ruimten en de toegevoegde waarde van het grotere geheel.

Die drie waarde bepalende factoren, met al hun kwaliteitsaspecten, uit de hoofdindeling maken onderdeel uit van zo'n 23 in beeld gebrachte beïnvloedende factoren (*volgens een wat andere indeling, zie daarvoor de hiervoor in de voetnoot aangegeven publicatie*). Dat geheel werkt in op het proces van de kwaliteitsbeoordeling en toekenning van waarde. Die andere indeling van dat cluster aan waarde bepalende factoren is onderverdeeld in de volgende vijf hoofdgroepen. Die zijn hierbij opgenomen, om een beeld te krijgen van die invalshoeken bij het bepalen van de inwerkende krachten op iedere persoon in zulke situaties. En dan nog zijn er meerdere indelingen mogelijk, afhankelijk van de gekozen invalshoeken.

De vijf hoofdgroepen beïnvloedende factoren bij het proces van kwaliteitsbeoordeling, toekenning van waarde en de besluitvorming tot verwerving:

- 1^e Het algemeen geldende vertrekpunt:
 - ✦ De geselecteerde klasse qua prijs/kwaliteit-verhouding.
 - ✦ De persoonlijke 'mind set'.
- 2^e Het toegekende (veronderstelde) nut.
- 3^e De gevoeligheid voor het ontwerp – de uitvoering.
- 4^e De gevoeligheid voor persoonlijke mentale processen.
- 5^e De gevoeligheid voor 'relationship quality'-aspecten.

Geen berekeningsmodel voor de bepaling van de waarde van vastgoed is gebaseerd op deze manier van kijken naar de beoordeling van kwaliteit en het op basis daarvan toekennen van waarde. Dat zou anders moeten.

Een voorbeeld om dat te onderbouwen. Volgens de evolutieer zijn de overlevingskansen niet het grootste bij de sterksten, maar bij die zich het beste aan veranderende omstandigheden aan kunnen passen – en dat dan ook doen. Met andere woorden met betrekking tot een vastgoedobject: flexibiliteit, of adaptief vermogen. Dat is dan ook een van die 23 beïnvloedende factoren bij de beoordeling van kwaliteit en toekenning van waarde. Het is de belangrijkste factor, om het object op het beoogde niveau in de markt gepositioneerd te houden gedurende de economische levensduur ervan.

Waarom maakt dat dan niet expliciet deel uit van de basis onder de waardering? En waarom staat dat dan nooit zo omschreven in taxatierapporten? Wel de data extrapoleren op basis van de aangenomen continuïteit, maar de daarvoor benodigde voorwaarde niet in de beoordeling betrekking: hoe te reageren op de dynamisch veranderende vraag in de markt?

Nog een voorbeeld. De beoordeling van kwaliteit is niet alleen persoon, maar ook context-gebonden – en ook dat geldt dan dus weer bij de toekenning van waarde. Kwaliteit en waarde zijn abstracte begrippen, dus naar mate de context duidelijker wordt, worden zij concreter. Dat moet dan meegenomen worden bij het toekennen van de marktwaarde. Die marktwaarde is een zaak tussen verkoper, met de gegeven context van het aangeboden vastgoedobject, marktpositionering daarvan e.d. én van de koper. Aan de context van het object wordt bij waarderen de nodige aandacht geschonken, maar dat wil dan nog niet zeggen, dat dat spoort met de eisen, wensen, behoeften en verwachtingen van zo'n 'klant'. De vraag is dan ook, hoe de profielen van de mogelijke potentiële kopers met hun contexten in beeld worden gebracht? Vervolgens hoe daaruit bepaald wordt welke partij de meest gerede 'willige koper' is? En waarom zou daarmee de af te sluiten transactie dan via een 'normaal' te noemen proces worden afgehandeld?

Bij die vragen zijn criteria uit twee begripsomschrijvingen voor de marktwaarde gecombineerd (*European Valuation Standards en de Europese richtlijn*). Daar zou dan toch een taxatierapport mee moeten openen? Want de klant-koper is immers te zien als dé 'kritische succesfactor': geen verkoop/koop-transactie zonder zo'n willige koper? Het is een fictie, dat een marktwaarde-taxatie uitsluitend gebaseerd is op actuele marktconforme uitgangspunten en de perceptie van de markt in kwestie. Marktconform laat zich eenvoudig vertalen als het gemiddelde, maar gemiddelden bestaan niet: en zo is er ook geen gemiddelde context.

Geen berekeningsmodel voor de bepaling van de waarde van vastgoed heeft momenteel de structuur en biedt de ruimte voor het verwerken van al die 23 factoren, die de beoordeling van kwaliteit en de toekenning van waarde beïnvloeden. Dat hoeft ook nog niet, immers het gaat om een totaal andere benaderingswijze, die eerst, ook wettelijk, geaccepteerd en ingebed moet raken.

Het is momenteel ook praktisch niet mogelijk ze allemaal te verwerken in één model, want een groot aantal van die factoren heeft betrekking op mentale processen bij die gegadigde willige koper, de klant. Zoals de factor emoties. Maar juist die factor is bepalend en daar zou bij het waarderen dan toch nadrukkelijk meer aandacht aan geschonken moeten worden.

Gegeven dat hele scala aan beïnvloedende factoren kan gesteld worden, dat de huidige rekenmodellen onvoldoende gefundeerd en te pragmatisch geconstrueerd zijn. Het is nogal rekenen volgens het ‘met snelle stappen kort door de bocht thuis willen komen’. Dat wordt in de markt (nog steeds) volledig geaccepteerd, ook al omdat de (interpretatie van de) internationale richtlijnen daarvoor de ruimte biedt. Daarvoor zouden twee redenen te noemen zijn.

Ten eerste is het mogelijk dat er nog onvoldoende besef is van de theorieën op dit terrein. Dit boek is erop gericht daar wat verbetering in te brengen.

Ten tweede zal waarschijnlijk ook een belangrijke rol meespelen de consensus ‘om het werkbaar te houden’ met de huidige werkwijzen. Het waarden/taxeren moet in de praktijk wel werkbaar blijven.

Waarde is gebaseerd op de subjectieve, relatieve en momentane beoordeling van de kwaliteit en heeft zodoende dezelfde aard.

Het bepalende uitgangspunt bij het werkbaar houden van waarden/taxeren is, dat de toegekende waarde ‘zekerheid’ moet bieden: geen erkende basis hebben voor de toegekende waarde impliceert géén basis voor transactie – dat is geen optie!

Zo’n erkende basis voor zekerheid vereist objectiviteit. Zodoende wordt, institutioneel gedekt, de afgegeven subjectieve, relatieve en momentane waarde direct bekrachtigd tot de gewenste zekerheid biedende, absoluut te nemen waarde: de omzetting naar de ‘*geobjectiveerde subjectiviteit*’. Maar is dat een acceptabele basis voor het vakgebied?

In algemene termen kan gesteld worden, dat de toegekende waarde de ‘halve waarheid’ is. Dat het niet (helemaal) waar is, is gewoon te zien als een extra risicofactor. Daar ligt niemand wakker van. Want wat dan nog, gegeven de meer dan 1.600 soorten risico’s, waarmee het vastgoedmanagement wordt geconfronteerd [3]? Separaat wordt daar nog dieper op ingegaan.

Maar zo simpel ligt de zaak nou ook weer niet, want een – bepaald begripvol – geaccepteerde fout wil nog niet zeggen dat het dan wél goed is. Die subjectiviteit is geen vrijbrief!

En het gemiddelde van subjectieve waarden is geen objectieve waarheid!

Al zal het ideaal van een volledig objectief bepaalde waarde, die overeenkomt met de prijs, nooit regel worden, het blijft wel het doel waarnaar gestreefd moet worden.

Voorlopig is een totaal andere benadering en daarmee aanpassing van de rekenmodellen evenwel nog niet zinvol. Want het ontwikkelde gedachte goed moet eerst verder uitgewerkt worden, zodat het beter aansluit op de specifieke omstandigheden binnen de vastgoedmarkt.

Bovendien ontbreken nog de benodigde databestanden met de ontbrekende gegevens en informatie, om invulling te kunnen geven aan die andere kijk op kwaliteitsbeoordeling en waardetoekenning. Het is echter wel zaak daarvan kennis te nemen en een begin te maken met het inwinnen van gegevens die daarvoor nodig zijn.

Dat raakt al de eerste beïnvloedende factor uit die serie van 23, namelijk die van de *'prijs – prijs/kwaliteit-verhouding'*. Het selectief uitgaan van een bepaalde prijs/kwaliteit-verhouding impliceert namelijk dat er op dat gebied binnen de vastgoedmarkt keuze is, dus dat er meerdere marktsegmenten naast elkaar bestaan. Daarmee is de gelaagdheid van de vastgoedmarkt geïntroduceerd. In de volgende paragraaf wordt daarop dieper ingegaan.

1.3 *Gelaagdheid vastgoedmarkt*

Iedereen spreekt wel van en over dé kwaliteit, maar niet bekend is wat daarmee bedoeld wordt. Want kwaliteit is ook niet zonder meer een, twee, drie te bepalen – echter, desondanks wordt het tóch steeds wéér subjectief spontaan bepaald! Omdat kwaliteit te belangrijk is, om het niet direct serieus te nemen. In de praktijk heeft elke persoon zich daarop ingesteld: het moet wel werkbaar blijven. Waaronder begrepen acceptabel, haalbaar en passend zijn binnen een bepaalde bandbreedte.

Bij gebrek aan meer duidelijkheid, wordt (in eerste instantie) het toegekende (vraag)prijsniveau van een aanbod, wat dat dan ook mag zijn, gehanteerd als relatieve graadmeter voor de kwaliteit: duurder = beter = positief; (te) goedkoop = (zeker) twijfelachtig = negatief. Daardoor vormt de prijs, dat wil zeggen de (niet uitonderhandelde) vraagprijs, als het (verondersteld) te verwachten kostenniveau, de eerste factor, die de beoordeling van de kwaliteit beïnvloedt.

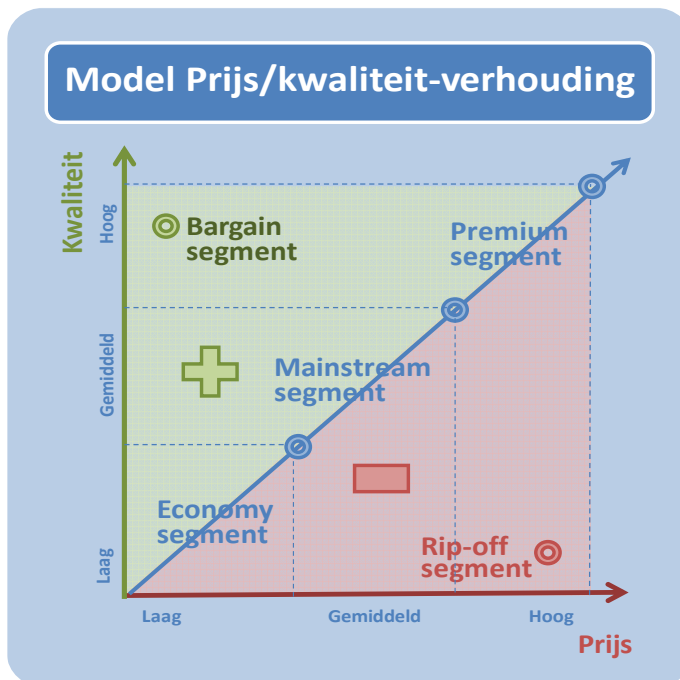
Het toekennen van een prijs aan een aanbod roept dan ook direct de vraag op bij de beoogde afnemer ervan, of bij zo'n kostenfactor de daarbij te mogen verwachten bijbehorende kwaliteit wel geleverd wordt.

Met andere woorden, de verhouding tussen prijs en kwaliteit is maatgevend. Dat is logisch, want prijs, is waarde, is op kwaliteit gebaseerd. Daarbij moet het gaan om een bepaald minimaal verwacht kwaliteitsniveau en geldt het gezegde 'niet verder willen springen dan de (financiële) polsstok lang is'.

Het maken van die afweging markeert het startpunt van twee onderling verbonden processen, die gericht zijn op het invullen van de behoeften van de klant: de beoordeling van de kwaliteit en het toekennen van waarde.

Bij het invulling geven aan die behoeften wordt de selectie uit het aanbod, zoals die in de markt door de aanbieders wordt aangeboden, door de klant afgestemd op een bepaalde klasse qua prijs/kwaliteit-verhouding.

Voorbeelden daarvan zijn de indeling van het aanbod in typen auto's, maar ook hoe makelaars de woningen uit verschillende prijsklassen in hun advertenties benoemen.



Figuur 1.3.1 Schematische weergave van de in de markt voorkomende prijs/kwaliteit-verhoudingen.

Bovenstaande figuur maakt dat afwegingsproces naar prijs/kwaliteit-verhouding schematisch duidelijk. De keuze voor een bepaalde verhouding daarvan is slechts te zien als een startpunt binnen het beoordelings- en besluitvormingsproces. Er kan nog van mening veranderd worden onder invloed van die genoemde beïnvloedende factoren. Het gaat dan ook om de veronderstelde kwaliteit en prijs, waarvan moet nog blijken hoe goed die ingeschat te zijn.

Er is namelijk binnen een bepaalde bandbreedte een rechtstreeks verband tussen kwaliteit en het daarmee corresponderende prijsniveau. Zo wordt het geleverde financieel-economische prestatieniveau van het aanbod als een afzonderlijk kwaliteitsaspect gezien: dit krijgt men allemaal en dat voor zo'n prijs! De reclame speelt daar voortdurend op in. Het is betrekkelijk: een relatief lage prijs wordt met goedkoop en van mindere kwaliteit geassocieerd en omgekeerd wordt een hoge prijs al gauw gerelateerd aan luxe en uitmuntende kwaliteit.

Die verhouding is niet alleen van belang voor het bepalen van het acceptabel zijn van dat aanbod in relatie tot het op kunnen brengen van de financiële consequenties, het te brengen (financiële) offer en het afdoende voorzien in de feitelijke vraag. Het is ook van belang in relatie tot het acceptabel zijn met betrekking tot de sociaal-maatschappelijke-culturele positionering: het passend zijn voor 'ons soort mensen', of 'ons type bedrijf'.

In dit verband gaat het niet alleen om de kwaliteit van het aanbod, maar impliciet ook van dat van de partij(en) die daarachter staan, de aanbieder(s). Met name hun reputatie en opgebouwde imago.

Die geschetste structuur, van het op het financiële draagvermogen en de focus van verschillende doelgroepen afnemers afgestemde aanbod, is ook in de vastgoedmarkt te vinden. Hiervoor werd de door woningmakelaars gebruikte terminologie reeds genoemd. En ook werd al genoemd het voorbeeld van 'onder architectuur gebouwd', wat zo'n kwaliteitsaanduiding is voor het wat hogere marktsegment – alsof de andere woningen zonder architect tot stand gekomen zijn en geen architectuur hebben. En wat is dan de kwaliteit van een architect? Een retorische vraag, gelet op de kwaliteit van de gebouwde omgeving als geheel.

Wanneer dus een dergelijk algemeen gebruikelijke, menselijke, pragmatische en mentale systematiek aan de basis ligt van het beoordelings- en besluitvormingsproces, dan zou dat óók aan de basis moeten liggen van het proces van waardetoekenning. Met andere woorden, de waardeberekening moet uitgaan van de context van het betreffende marktsegment.

Momenteel komen de toegekende waarden en de daaraan ontleende prijzen tot stand op basis van (veel) te beperkte informatie, (te) veel emoties en (te veel) kuddegedrag: teveel wordt gedacht in stereotypen. Dat (kudde-)gedrag moet worden doorbroken. Echter, in dat geval moet begonnen worden met die verschillende marktsegmenten eenduidig te benoemen. Waarbij elk marktsegment gekenmerkt wordt door een eigen karakteristieke opzet.

Om zo duidelijkheid en transparantie te kunnen bieden. De gelaagdheid van de vastgoedmarkt naar prijs/kwaliteit-verhouding is evenwel (nog) niet eenduidig in beeld gebracht. Zodat de aan vastgoed toegekende waarde (nog) niet getoetst kan worden. Dat lukt de weer retorische vraag uit: wat stelt die desondanks toegekende waarde dan feitelijk voor? Met andere woorden, de gelaagdheid van de vastgoedmarkt dient dringend in 'kaart gebracht' te worden. En dat gaat verder dan het onderstaand weergegeven eerste vastgoed-adagium.

Het eerste vastgoed-adagium:

Locatie! – Locatie! – Locatie!

Maar beter komt de intentie van dat adagium over, indien het luidt, inclusief alle vereiste te bieden transparantie en openheid van zaken:

Context - Context – Context!

Voor de goede orde, het gaat bij die segmentering van de markt door haar gelaagdheid niet alléén om de (globale) typering van de locatiekwaliteit in A-, B-, C- en het eventuele D-niveau van desastreuus. Het gaat óók om karakteristieken van het type vastgoedobject, waaraan kansen en risico's zijn te verbinden en het effect van de beïnvloedende factoren ingeschat kan worden voor zover het de object-gerelateerde punten betreft. Bedacht moet daarbij de uitspraak van F. Nietzsche worden: er zijn slechts interpretaties vanuit het perspectief van waaruit wordt waargenomen.

Terecht is het eerste adagium van de vastgoedbelegger een driewerf 'locatie'. Met deze drievoudige herhaling wordt als het ware uitdrukking gegeven niet alleen aan het grote belang ervan, maar ook aan het feit dat het meerdere lagen heeft, het meerdere factoren betreft, welke locatie-gerelateerd zijn. De ruimtelijke factoren zijn voor de waardebeoordeling van vastgoed van eminent belang en een verklarende variabele voor het beleggingsresultaat.

Onder het begrip locatie wordt in het algemeen verstaan de betreffende plaats, waar het vastgoed is gesitueerd. Dat kan het kadastrale perceel zijn, maar ook wordt er wel onder begrepen dat perceel plus de directe omgeving ervan. Maar zelfs die omgeving wordt reukeljk opgevat.

Die locatie is zo belangrijk, omdat er veel verschillende aspecten aan verbonden worden en het die duidelijk maakt voor buitenstaanders.

Dat betreft bijvoorbeeld de eigendomsverhouding, de ontsluiting en bereikbaarheid, het aanwezige voorzieningenniveau, het milieu, de sociale structuur en de sociale en fysieke veiligheid.

Tot slot van deze paragraaf moet er nog op gewezen worden, dat de kwaliteit, de waardering en vervolgens de prijs van het aanbod van de aanbieder consequenties heeft voor de afnemer(s). Bij de verwerving van het aanbod is de betaalde prijs immers een kostenpost. En dan wordt vanuit de kostenkant gekeken naar kwaliteit en waarde. De koper wenst eerst in beeld gebracht te hebben wat het betalen van de gevraagde prijs inhoudt. Dus het te brengen financiële 'offer'. Wat dan afgezet moet worden tegen welke kwaliteit en waarde die zelf toekent aan dat aanbod. En om die te maken kosten in beeld te brengen moet het financiële effect van de volgende vijf punten duidelijk gemaakt worden.

De voor het bepalen van de totale kostenconsequenties in beeld te brengen financiële effecten van:

- ❖ Transactie, inclusief productie.
- ❖ Bezit, gebruik en exploitatie.
- ❖ Aan de restwaarde verbonden (mogelijke) consequenties.
- ❖ '*Opportunity costs*' als gemiste alternatieve opbrengsten van het te investeren bedrag.
- ❖ '*Quality costs*', inclusief faalkosten, als kostenconsequenties van een onvoldoende geleverd kwaliteitsniveau.

Bij de bepaling van kwaliteit en de toekenning van waarde wordt algemeen alleen naar de eerste twee punten gekeken. Die laatste drie in dat overzicht genoemde kostenfactoren moeten wel meegewogen worden. Zij hangen echter direct samen met de kwaliteit en moeten voor de volledigheid verantwoord worden. Het is dan alleen de vraag wat kan dienen ter onderbouwing van de aannamen daarvoor? Dat zijn dan bepaalde onzekerheden, die aan de verwerving van het betreffende aanbod verbonden zijn. Die zijn per definitie niet te waarden, maar men dient zich er wel van bewust te zijn.

1.4 Waardecreatie als onderdeel rendement

Waardecreatie wordt bij het beleggen in vastgoed uitgedrukt in de mate van behaald rendement uit de exploitatie van het vastgoed. Het uiteindelijk te behalen rendement is afhankelijk van de (veronderstelde) te verkrijgen netto-opbrengst na verkoop van het vastgoed aan het einde van de beschouwde periode.

Daarbij is het geen uitgemaakte zaak, dat die te maken verkoopprijs het resultaat is van een positieve waarde-ontwikkeling van dat vastgoed. Dat zou zelfs een uitzondering zijn. Wanneer het gaat om commercieel vastgoed (*de woningmarkt valt buiten dit kader doordat de marktwerking ervan volledig verstoord is*), dan kan gesproken worden van een voortdurende ‘*downgrading*’ van de waarde van een vastgoedobject. Dat is het gevolg van de afnemende appreciatie in de markt door de optredende veroudering.

Onnodig te zeggen dat dit effect veel invloed heeft op hoe naar een vastgoedbelegging gekeken zou moeten worden. Het proces van die *downgrading* van de waarde hangt samen met de hiervoor toegelichte ‘*gelaagdheid*’ van de vastgoedmarkt.

Eerder was gesteld, dat het nut van een bepaald aanbod vooral zit in het kwaliteitsverschil van een of meer kwaliteitsaspecten ten opzichte van wat er al was, of mogelijke alternatieven. Dat (extra) nut, via zo’n geconstateerd kwaliteitsverschil, drukt zich relatief uit in waardecreatie. Onderstaand wordt ingegaan op het verkrijgen van die waardecreatie, als onderdeel van de totale waarde, aan de hand van het gangbare berekeningsmodel van het contant maken van een naar verwachting te genereren geldstroom via de exploitatie van het betreffende vastgoed.

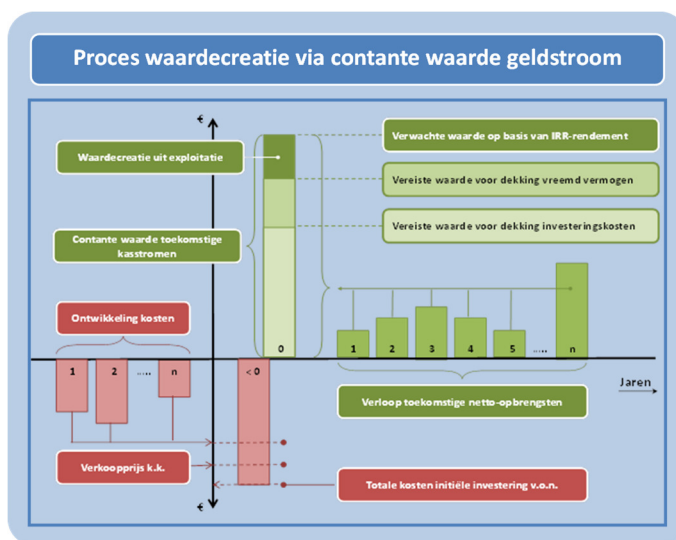
Daarbij kan terecht de vraag gesteld worden, hoe het komt dat het zo moeilijk is om een juiste waarde aan een vastgoedobject toe te kennen als vastgoedbelegging? Immers, het principe van de waardebepaling is in wezen heel simpel? De volgende figuur geeft dat weer aan de hand van de geldstromen, hun bron en de rekenmethode van het contant maken van netto-bedragen. Op dat thema van het contant maken van een geldstroom wordt separaat nog dieper ingegaan.

In de volgende figuur is links in beeld gebracht de positie van de projectontwikkelaar/verkoper. Die heeft het aangeboden vastgoedobject ontwikkeld en gerealiseerd gedurende een bepaalde periode van ‘n’ jaren voorafgaande aan de verkoop aan de vastgoedbelegger. De daarvoor gedane uitgaven per jaar zijn fictief en symbolisch weergegeven als naar beneden gerichte geldhoeveelheden. De totale waarde daarvan kan bepaald worden door het contant maken van die negatieve geldstroom naar het definitieve verkoopmoment, het moment 0. Opgehoogd met de gewenste winstmarge resulteert dat, na de marketing, selectie potentiële kopers en verkoop/koop-onderhandelingen, in de overeengekomen verkoopprijs, kosten koper.

De rechter helft van de figuur weerspiegelt de situatie van de belegger/koper. Diens initiële investeringskosten zijn dan die koopsom, vermeerderd met de transactiekosten en kosten voor ingewonnen juridisch en fiscaal advies e.d.

Het besluit tot verwerving van dat vastgoedobject is dan gebaseerd op ten eerste de (veronderstelde) gerealiseerde kwaliteit. Ten tweede op het daarmee geboden (veronderstelde) perspectief op exploitatie. En ten derde op de (veronderstelde) verkrijging van een restwaarde aan het einde van de beschouwde periode, diens 'beleggingshorizon'.

Het daarbij aangehouden scenario laat zich vertalen in een positieve geldstroom: de veronderstelde toekomstige 'verdiencapaciteit' van dat vastgoedobject gedurende de aangenomen exploitatieperiode ervan. De waarde daarvan wordt weer bepaald via het contant maken van de gedurende die periode te genereren netto-geldbedragen naar het moment van de definitieve bevestiging tot aankoop, het moment 0.



Figuur 1.4.1 Schematische weergave van het proces van waardecreatie via de exploitatie van een vastgoedbelegging (bron: Keeris en Langbroek, 2009, latere bewerking Keeris [48.]).

Tussen het moment van het verkrijgen van overeenstemming tussen beide partijen en wat hierboven is aangegeven als het definitieve verkoop/koop-moment, zit in het algemeen een geringe tijdsperiode. Dat houdt verband met procedurele goedkeuringsvereisten voor die investering, de uitvoering van een 'due diligence'-onderzoek e.d. De financiële consequenties van de daardoor opgelopen vertraging in het verkoopproces moet de projectontwikkelaar/verkoper ingecalculeerd hebben in diens kostenopstelling.

Voor beide partijen geldt bij deze transactie, dat er sprake moet zijn van een behaalde positieve netto-contante waarde.

Dat wil zeggen, dat het eind resultaat positief moet zijn bij verrekening van de totale inkomsten en uitgaven. Die netto-contante waarde geeft dan aan, dat de eerder berekende toekomstige opbrengsten hoger zijn dan de daarvoor noodzakelijk gedane investering. Beide partijen moeten winst maken, maar daarvoor zijn zij min of meer tot elkaar veroordeeld.

Want voor zo'n transactie geldt ten eerste geen verkoopwinst zonder een verkoop. Ten tweede geen verkoop/koop zonder een koper. En ten derde geen koop zonder perspectief op waardecreatie.

Dat laatste houdt in, dat de prijs weliswaar gebaseerd is op de (veronderstelde) verdien capaciteit van dat vastgoedobject, maar dat daarbij ruimte moet worden gelaten voor de belegger/koper tot het verkrijgen van een hogere opbrengst. Immers, het doel van de belegger is van geld méér geld te maken en bij een netto-contante waarde van 0 is die geen cent wijzer geworden, maar heeft dan wel gedurende die beschouwde periode de risico's gedragen.

Zoveel te leveren inspanningen gedurende zo'n lange tijd, om slechts de oorspronkelijke investering terug te kunnen verdienen? Daar gaat het niet om! Dan zijn er wel minder risicovolle mogelijkheden.

Die drie afhankelijkheden, om tot een transactie te kunnen komen, zijn elk op zich een bepalend 'veto-criterium'. Zo kan de projectontwikkelaar/verkoper dus het ontwikkelde project niet verkopen, indien de exploitatie van die vastgoedbelegging, volgens de visie daarop van de vastgoedbelegger/koper, geen perspectief biedt op waardecreatie. Daarbij staat die koper voor de hele doelgroep, waarop de ontwikkelaar zich gericht heeft als potentiële kopers en het kwaliteitsniveau van de ontwikkeling heeft afgestemd. En hetzelfde geldt voor die belegger/koper, indien die aan het einde van diens beschouwde periode het vastgoedobject weer zou willen verkopen.

Gesproken wordt in dit verband steeds van waardecreatie en niet van het gebruikelijke rendement. Waardecreatie maakt onderdeel uit van het rendement en is als het ware te zien als het netto-contante waarde-effect daarvan. Het totaal te behalen rendement staat voor de te realiseren waarde en dat moet niet alleen de hoogte van de initiële investeringskosten afdekkend, maar tevens de te maken kapitaalkosten gedurende de exploitatieperiode en de te maken winst.

Dat zou dan ook bij het waarden/taxeren afzonderlijk tot uitdrukking moeten komen, dat recht gedaan is aan deze drie criteria.

Want de toe te kennen waarde gaat er immers vanuit, dat het tot een transactie komt. En met name de (veronderstelde) te behalen netto-contante waarde zou daarbij aangegeven moeten worden. Daarmee aangevende, dat ‘van geld méér geld te maken is’.

In de figuur wordt de gelaagde opbouw van de inkomsten uit de verdien capaciteit illustratief weergegeven. Met als het uiterste topje van de kolom de waardecreatie – bij de andere twee componenten gaat het om terugverdienen wat eerder geïnvesteerd is.

Bij het waarderen/taxeren zou niet alleen de toe te kennen waarde uitgebracht moeten worden, maar eveneens wanneer er sprake is van waardecreatie: het niveau dat het terugverdienen aangeeft, de ‘*pay back*’, of het ‘*break-even level*’. Met andere woorden, het gaat niet alleen om de waarde bij een verondersteld te behalen totaal rendement, maar tevens om de netto-contante waarde. In die geest kan ook qua rendement de ‘*Minimal Accepted Return*’, de MAR, bepaald worden. Dat geeft aan hoeveel ‘vlees op het bot zit’, om het doel, gecreëerde waarde, te behalen.

Voor het terug kunnen verdienen van de geïnvesteerde hoofdsom is bepalend de hoogte van de (veronderstelde) netto-verkoopopbrengst, de ‘*restwaarde*’, van het vastgoedobject aan het einde van de beschouwde periode. Die post maakt een belangrijk deel uit van de (terug)verdien capaciteit en daarmee op het rendement en de toe te kennen waarde.

En dat dan zonder al te veel extra risico’s, want daar was al geen tekort aan. Gegeven de hoogte van de oorspronkelijke verwervingskosten, zijn de te beoordelen onzekerheids- en risicofactoren van drieërlei aard, zoals onderstaand aangegeven. En die factoren gelden óók voor de opvolgende belegger/koper, die bij de verkoop van die vastgoedbelegging de restwaarde op moet brengen voor de belegger/verkoper. Er is dus steeds sprake van het vóóraf denken in een keten van achtereenvolgende verkoop/koop-transacties.

De aard van de onzekerheden en risico’s bij aankoop van een vastgoedbelegging:

- ❖ De jaarlijks te verkrijgen netto-exploitatieresultaten.
- ❖ De te verkrijgen opbrengst van de restwaarde na verkoop op het einde van de gestelde economische levensduur in de portefeuille van de belegging.

- ❖ De hoogte van de disconteringsvoet, waarmee alle bedragen contant gemaakt worden tot aan het moment van besluitvorming, rekening houdend met het risicoprofiel van die belegging (en/of onderneming).

De genoemde drie onzekerheidsfactoren zijn van groot belang en over elk kan een boek vol worden geschreven.

Daarom wordt hier slechts ingegaan op het tweede punt, de aan te houden restwaarde-opbrengst. Omdat het effect ervan zo bepalend is voor die waardecreatie – dus voor het beleggen in vastgoed en het daaraan verbonden vastgoedmanagement-proces. Dat speelt vooral bij de door vastgoedbeleggers aangehouden vrij beperkte beleggingshorizon: tussen het moment van aankoop en later van verkoop van het object ligt een te korte tussentijdse periode. Door de hele grote bedragen, waar het bij vastgoed om gaat wat betreft de initiële investering en daaruit te verkrijgen netto-verkoopopbrengst, zet dan de (veronderstelde) tussentijdse geldstroom, het jaarlijkse netto-exploitatieresultaat, ‘te weinig zoden aan de dijk’: dat is slechts goed voor de kapitaallasten van het aangetrokken vreemd vermogen en levert maar een beperkte bijdrage aan het rendement op het eigen vermogen.

Rekenkundig zou dat globaal gelden tot ongeveer een tussenliggende ‘*duration*’-periode van zo’n 20 - 22 jaar. Daarna is cijfermatig het belang van de reeks aan jaarlijkse netto-inkomsten zo toegenomen, als kritische massa in vergelijking tot die beide grote bedragen op het moment van aan- en verkoop, dat de balans is rechtgetrokken.

Zo’n *duration*-periode duurt voor zeer veel vastgoedbeleggers te lang en voordat die tijd verstreken is, is zo’n beleggingsobject in het algemeen dan ook allang verkocht. In dat verband is het van groot belang te beseffen, dat bij vastgoed in het algemeen sprake is van ontwaarding van het geïnvesteerde bedrag, de ‘*downgrading*’ van vastgoed. Daarop wordt separaat nog dieper op ingegaan.

Hoofdstuk 2

2 Karakteristieken vastgoedbeleggingen

2.1 *Karakteristieken vastgoed en -management-proces*

Algemeen wordt voorbijgegaan aan het feit, dat het begrippenkader van vastgoed niet eenduidig is gedefinieerd. Daardoor kan 'ruis' ontstaan ten aanzien van de toekenning eraan van karakteristieken. Maar ook dan is het (vooralsnog) niet mogelijk alle karakteristieken van vastgoed en het vastgoedmanagement-proces te beschrijven door de complexiteit ervan. Het opstellen van een overzicht van die karakteristieken zou moeten verlopen vanaf het niveau van zeer algemeen geldende karakteristieken, zoals het grondgebonden zijn van elk vastgoedobject, tot en met de zeer specifieke karakteristieken, die verbonden zijn aan gemaakte specifieke keuzen. Volstaan moet daarom worden met een algemene beeldvorming, om gevoel voor dat complexe geheel te krijgen. Enkele uitspringende karakteristieken bepalen sterk de beeldvorming en zullen onderstaand aan bod komen in de vorm van een 'top tien'. Daarnaast is er eveneens een aantal keren sprake van een tweeledige karakter en dat maakt het er ook niet eenvoudiger op. Dit betreft dan de volgende zes punten.

Aandachtspunten vanwege tweeledig karakter aspecten vastgoed:

- 1^e Het het begrip vastgoed en dat van het vastgoedmanagement-proces, waarbij sprake kan zijn van een afzonderlijk vastgoedobject, of een vastgoed-beleggingsportefeuille.
- 2^e Het belang van het vastgoed en de vastgoedmarkt is te plaatsen in de financiële markt, zowel als binnen de gebouwde omgeving en daarbij speelt een eigenaars- en gemeenschapsbelang een grote rol.
- 3^e De karakteristieken moeten genuanceerd bekeken worden vanuit de aanbod- en de vraagzijde van de vastgoedmarkt.
- 4^e Het vastgoed is aan te merken als een beleggingsmiddel, zowel als een huisvestings-, bedrijfs-, of productiemiddel van de betrokken vastgoedeigenaar in diens hoedanigheid van ondernemer, of als huisvesting voor de eigenaar-bewoners, dan wel ten dienste van de niet-eigenaar-gebruikers.

5^e Het vastgoedaanbod betreft zowel een fysiek-technisch, als een diensten aanbod.

6^e Het eigendom ervan is juridisch-fiscaal gezien te splitsen in de economisch eigendom en de juridisch eigendom.

Vanuit de invalshoek van de financiële markt, dus vanuit de beleggingsoptiek, betreft het karakteristieken ten opzichte van alternatieve beleggingsmogelijkheden, welke leiden tot (een overweging tot) een investering in vastgoed. Echter daartoe kan een prikkel uitgaan vanuit de vastgoedmarkt/gebouwde omgeving als gevolg van onderkende behoeften. Tevens kan vanuit die benadering het ondernemerschap en de aan de onderneming verbonden karakteristieken geplaatst worden. Het gaat dan om de verantwoording ten aanzien van de geleverde inspanningen, in termen van de inzet van arbeid en kapitaal, exploitatieresultaat, marktpositionering e.d. Het accent ligt dan op de *'shareholders value'*. Maar daarbij wordt in toenemende mate rekening gehouden met de belangen van alle andere direct en indirect betrokkenen, de zogenaamde *'stakeholders value'*. Daarop wordt separaat nog dieper ingegaan.

In de gebouwde omgeving evenwel vindt het vastgoedmanagement-proces plaats. Alwaar de vastgoedmanagement-organisatie de taakstellend te behalen performance voor de vastgoedbelegging(en) moet zien te realiseren. Het sleutelwoord daarbij is aan te blijven sluiten op de vraag naar vastgoed in de markt binnen het concurrerend krachtenveld van andere aanbieders van vastgoed. Dat raakt ook het maatschappelijk belang. Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan het aanbod van sociale en betaalbare huurwoningen, teneinde al die daarvan afhankelijke huishoudens van huisvesting te voorzien, die daartoe niet, of in onvoldoende mate, op eigen kracht in staat zijn. Of het zogenaamde maatschappelijk vastgoed, zoals culturele, zorg-, onderwijs-, bestuurlijk-, justitieel- en noem maar op vastgoed, met een publiek karakter. Vanwege het daarmee samenhangende bijzondere karakter van dat type vastgoed, is tevens sprake van specifieke karakteristieken.

Geredeneerd vanuit de aanbodzijde van de vastgoedmarkt, moet het doel te beleggen in vastgoed erbij betrokken worden: het verkrijgen van voldoende rendement op het geïnvesteerde vermogen in relatie tot de te lopen beleggingsrisico's.

De karakteristieken moeten daardoor in dat geval geplaatst worden in het licht van het vereiste rendement/risico-profiel. Zij zijn zodoende enerzijds verbonden aan het rendement in termen van waardecreatie en directe inkomsten en uitgaven. En anderzijds aan de daarbij te lopen beleggingsrisico's, zoals in termen van veiligheid van de investering, de beschikbaarheid daarover en de liquiditeit ervan.

Geredeneerd vanuit de vraagzijde van de vastgoedmarkt moet een link gelegd worden met de verschillende objectdimensies van vastgoed. Ook daarop wordt separaat nog ingegaan. Het raakt de daarmee samenhangende functionaliteit, het te leveren prestatieniveau, de fase van de levenscyclus waarin het verkeerd, de situationele context waarin het te plaatsen is, de emotionele waarde welke het oproept en als saldo van dit geheel het eraan toegekende nut en corresponderende waarde.

2.2 Top tien karakteristieken directe vastgoedbelegging

Uit een veelheid aan karakteristieken wordt in onderstaand overzicht wordt de door de gekozen invalshoek subjectief, dus per definitie arbitrair, bepaalde top tien van vastgoedkarakteristieken weergegeven. Het is slechts bedoeld voor de bewust wording waar men zoal mee geconfronteerd wordt bij het direct beleggen in vastgoed. De gehanteerde invalshoek hierbij is specifiek het accent te leggen op karakteristieken van beleggingsvastgoed en dat te limiteren tot tien stuks. Dan worden een paar belangrijke algemene karakteristieken gemist. Separaat komen die wel aan bod, zoals bijvoorbeeld in het vorige hoofdstuk en de verouderingsfactor in het volgende hoofdstuk.

Top tien karakteristieken beleggingsvastgoed (*subjectief bepaald*):

1^e Het locatie-gebonden zijn van het vastgoedobject:

Op objectniveau is de meest uitspringende en bepalende algemene karakteristiek van vastgoed het locatie-gebonden zijn ervan. Die karakteristiek werkt in de hand, dat het vastgoed een schaars product is. Tevens maakt het elk vastgoedobject in wezen tot iets unieks. Dat laatste wordt daarnaast nog versterkt door het van geval tot geval bepaalde productieproces, qua situationele inpassing, architectuur, bouwkundige opzet, bouwtechnische uitwerking en staat van onderhoud. En vervolgens is, bij beleggingsvastgoed, ook de verhuursituatie nog eens specifiek. Daaraan zit verbonden, dat elk vastgoedobject op de eigen merites beoordeeld dient te worden, in de tijd gezien en zo ook moet worden gewaardeerd. Tevens rekening houdend met de steeds voortschrijdende veroudering van het gebouwde, want de grond gaat wel oneindig lang mee, maar het object niet.

2^e Het fysiek-technisch ondeelbaar zijn van het vastgoedobject:

Aan de eerste karakteristiek zit verbonden de belangrijke algemene karakteristiek van het fysiek-technisch ondeelbaar zijn. Wel kunnen aan deze beide karakteristieken verbonden specifieke belangen deelbaar gemaakt worden, maar het object als zodanig, zijnde de onderliggende waarde onder die belangen, blijft zijn eigen entiteit behouden.

- 3^e Het functioneel gebonden zijn van het vastgoedobject:
Door het locatie- en functioneel-gebonden zijn van het vastgoedobject, kan de op dat moment geldende functionaliteit slechts ter plaatse benut worden. De locatiekeuze is echter niet willekeurig voor de (potentiële) gebruikers. Zodat de situationele context en lokale marktfactoren – en daarmee het inspelen daarop door het betrokken vastgoedmanagement – bepalend zijn voor de te behalen performance.
- 4^e Vastgoed wekt emoties op, wat sterk de oordeelsvorming beïnvloedt:
Dat vastgoed sterk op de gemoedstoestand van personen kan inwerken blijkt wel uit het verschijnsel 'heimwee'. Het gehecht zijn aan de woon- en thuisituatie heeft alles te maken met de menselijke aard. Het belang dat aan de huisvesting gehecht wordt, werkt door bij de beoordeling van andere huisvestingsgelegenheden: men heeft daar altijd een persoonlijke mening over. En eenmaal mentaal vastgezette meningen zijn niet makkelijk weer te wijzigen. Zodoende moet bij het aanbieden van vastgoed rekening gehouden worden met die beïnvloedende factor van de emotionele beoordeling. Beter gesteld de gehele mindset van de beoordelaar. Want die emotionele toestand heeft onder meer tevens betrekking op het verwachtingspatroon, de inbreng van eerdere ervaringen, gevoeligheid voor externe meningen, voor het imago en de reputatie. Separaat wordt hierbij dieper ingegaan bij de toelichting op de 'Behoeften piramide' van Maslow.
- 5^e Het noodzakelijk als ondernemer exploiteren van het beleggingsvastgoed:
Beleggingsvastgoed is zowel een beleggings- als een productiemiddel. Het aan het vastgoed verbonden ondernemerschap heeft een sterke invloed op de karakteristiek ervan in vergelijking tot andere beleggingsmogelijkheden. Het bezit vereist dus de beschikking over een adequate vastgoedmanagement-organisatie. Tevens houdt dat in, dat de belegger invloed uit kan oefenen op het beleggingsbeleid. En tot op zekere hoogte via dat management op het beleggingsresultaat.
De vorige en deze karakteristiek brengt een bepaald dualisme met zich mee bij de waardering. Zo is het bij dienstverlening, dat slechts de afnemer de mate van kwaliteit van het door de organisatie geleverde product, goed, of dienst bepaalt, ongeacht wat de aanbieder daar zelf van vindt, terecht of onterecht. Dit wordt nu doorgetrokken naar het totale vastgoedaanbod: het aangeboden product is dat van het vastgoedobject én de op verhuur afgestemde dienstverlening. Dit werkt door in de volgende karakteristiek.
- 6^e Het kapitaalintensieve karakter van het vastgoed:
Vastgoed in het algemeen en zo ook beleggingsvastgoed is zeer kapitaalintensief van karakter. Zelfs het kleinste, minst beduidende object heeft nog een aardig prijskaartje relatief gezien ten opzichte van beleggingen in effecten. De instandhoudingskosten, zowel als de kosten van het noodzakelijke vastgoedmanagement zijn eveneens relatief gezien hoog.

Daarbij komt dat ook de transactiekosten relatief gezien bijzonder hoog zijn in vergelijking tot de andere beleggingscategorieën. Dit betreft niet alleen het zogenaamde 'kosten koper-effect', met de overdrachtsbelasting en de registratiekosten van de notaris en het kadaster, maar ook de daarbij te maken juridische en fiscale advieskosten, alsmede de makelaarscourtage.

7^e Het illiquide karakter van beleggingsvastgoed:

De vorige twee karakteristieken leiden tot deze, namelijk het illiquide karakter van het vastgoed.

Ten eerste is dat een gevolg van de eraan verbonden hoge transactie- en managementkosten en de noodzaak van het hebben van adequate en relatief gezien omvangrijke vastgoedmanagement-organisatie. Zo'n organisatie moet overgedragen, c.q. vervangen worden.

Ten tweede is het een gevolg van het niet momentaan kunnen verhandelen van de vastgoedbelegging, als gevolg van het gecompliceerde karakter van de verkoop/koop-transacties. Na een proces van taxatie, vindt bij de verkopende partij de bepaling van de vraagprijs plaats per vastgoedobject, c.q. (deel)portefeuille. Waarna via marketing het aanbod in de markt geplaatst moet worden. Gegadigden moeten dan eveneens zo'n waardering- en prijsvormingsproces doorlopen. Vervolgens moeten via gecompliceerde onderhandelingen die prijzen naar elkaar tot bewegen, om tot een transactie te kunnen komen. Daarbij spelen persoonlijke, juridische, financiële en fiscale aspecten een dominante rol. Zodoende is het gehele proces gecompliceerd en langdurig, waarbij steeds sprake is van een wisselende mate van in te brengen professionaliteit van de betrokken actoren.

Het 'terugverdienen' via het behaalde rendement op de investering(en) vergt zodoende de nodige exploitatietijd. En daarmee langdurige waardering en loyaliteit van de huurder(s)/gebruiker(s). Dat karakter van lange termijn-belegging brengt tevens met zich mee, dat de aan die belegging te verbinden waarde steeds gebaseerd dient te zijn op die gehele geplande exploitatieperiode. Met alle ontwikkelingen qua goede en slechte tijden.

8^e Niet-transparant zijn van vastgoedmarkt en vastgoedmanagement-proces:

Een gevolg van de effecten van de hiervoor genoemde karakteristieken is, dat de vastgoedmarkt en het vastgoedmanagement-proces moeten worden aangemerkt als zijnde niet-transparant en niet-efficiënt. Dit heeft onder meer als gevolg, dat bij analyses steeds slechts een beperkt aantal transactie- en exploitatieresultaten als referentiekader kunnen dienen voor de waardebeoordeling van het betreffende vastgoed. Als consequenties daarvan is de beeldvorming ten aanzien van de toekomstige marktontwikkelingen en de effecten daarvan op de exploitatie van het betreffende vastgoed zeer gebrekkig. In toenemende mate wordt dit als onaanvaardbaar beoordeeld door de beleggers.

9^e Vastgoed is een lange termijn-belegging:

Als gevolg van weer de vorige twee karakteristieken, namelijk dat vastgoed een illiquide en kapitaalintensieve beleggingscategorie is, moet worden aangemerkt als een lange termijn-belegging. Omdat er op de korte termijn slechts een beperkte waarde-ontwikkeling mogelijk is, vanwege het illiquide zijn, kunnen de hoge investeringslasten als gevolg van het kapitaalintensieve karakter en de hoge transactiekosten, alsmede de tussentijds gemaakte kosten, slechts op de lange(re) termijn terugverdiend worden. En moet tijdig geanticipeerd worden op een verondersteld gunstig moment in de lokale vastgoedmarkt voor verkoop, c.q. aankoop.

10^e Diversifiërend vermogen vastgoed met andere beleggingen:

Als gevolg van deze en meer dermate karakteristieken, onderscheidt vastgoed zich afwijkend ten opzichte van de andere beleggingscategorieën. Maar vooral omdat het mede daardoor anders reageert op optredende marktontwikkelingen. Zodoende heeft het in een zogenaamde '*gespreide beleggingsportefeuille*', dat wil zeggen opgebouwd vanuit meerdere beleggingscategorieën, een risico-dempend effect. Dit wordt aangeduid met de begrippen '*diversifiërend vermogen*' en '*diversificatie*'. Hierop wordt separaat nog dieper ingegaan.

De waarde als beleggingsmiddel ontleent vastgoed aan de inspanningen van het betrokken management bij het vastgoedbeheer-proces als gevolg van de karakteristiek van het tevens productiemiddel zijn. Door de kwaliteit van die organisatie en haar inzet kan de aan het vastgoed toegekende waarde sterk beïnvloed worden, zowel op object- als op portefeuilleniveau. Deze kwaliteit en inzet zijn echter voor de niet-direct betrokkenen zeer moeilijk te bepalen vanwege de onvolkomenheden van de vastgoedmarkt, zowel als van alle processen. Het geheel is dus te karakteriseren als niet-efficiënt en niet-transparant. Dit maakt het onderling vergelijken van de behaalde performance van verschillende vastgoedobjecten over dezelfde periode – en zelfs binnen dezelfde lokale markt – moeilijk. Hieraan zijn voor vastgoedbeleggers en vastgoedmanagement-organisaties kansen verbonden op basis van een opgebouwde kennis- en informatievoorsprong en netwerk. Wat niet wegneemt dat zij toch ook geconfronteerd worden met de beleggingsrisico's en specifieke objectrisico's.

Het effect van het kapitaalintensieve karakter kan vooral worden toegeschreven aan het feit, dat eigen geld ingebracht dient te worden, omdat de verwerving van beleggingsvastgoed niet zonder risico's is. Het aantrekken van vreemd vermogen, bijvoorbeeld via een hypothecaire lening, verhoogt enerzijds het risicoprofiel, maar anderzijds biedt het de mogelijkheid het rendement te verhogen. Wat wordt aangeduid met het '*hefboomeffect*'. Daarop wordt separaat nog dieper ingegaan.

Voor institutionele vastgoedbeleggers is het vrij gebruikelijk de investeringen in vastgoedbeleggingen geheel uit eigen middelen te financieren. Zij missen dan wel de mogelijkheid dat hefboomeffect te benutten. Daar staat tegenover, dat het beleggen van hun eigen beschikbare financiële middelen de taak van die organisatie. Voor vastgoed houdt dit voor hun in, dat per vastgoedobject een aanzienlijk bedrag betaald moet worden. Zodat het opbouwen van een vastgoed-beleggingsportefeuille, met daarbij een goede spreiding van de te lopen beleggingsrisico's, alleen voor de (zeer) kapitaalkrachtige vastgoedbeleggers, of vastgoed-beleggingsinstellingen is weggelegd.

Maar ook als er wel sprake is van aangetrokken vreemd vermogen, om het beslag op de eigen middelen beperkt te houden en om van dat hefboomeffect te kunnen profiteren, blijft overeind dat het beleggen in vastgoed een zeer kapitaalintensieve aangelegenheid is en dus zijn beperkingen kent.

Dit kapitaalintensieve karakter kan niet verminderd worden als gevolg van de genoemde fysieke ondeelbaarheid van het vastgoedobject. Dat betreft dan vastgoed in de zin van een direct genomen belang daarin.

Het effect van het kapitaalintensief zijn kan wel worden verminderd door slechts een belang in het vastgoedobject te nemen. Zoals door bij de aankoop van zo'n belang met meerdere partijen samen te werken via deelnemingen, of participatie. Daar zijn dan dezelfde vastgoedmanagement- en beleidsconsequenties aan verbonden, maar tevens het risico, dat aan zo'n samenwerkingsverband kleven. Bijvoorbeeld het zich niet kunnen vinden in bepaald beleggings- en uitvoeringsbeleid, of problemen met de integriteit en financiële soliditeit van de partner(s).

Het kapitaalintensieve karakter van het vastgoedobject komt ook tot uitdrukking in de instandhoudingskosten gedurende de periode, dat het object in portefeuille gehouden wordt. Waarvoor ook wel het begrip '*Life Cycle Costs*' (LLC) en varianten daarop gehanteerd worden. Dat hangt direct samen met de voortdurende veroudering van het vastgoedobject, afgezien van de grond. Die instandhouding is gericht op het zo goed als mogelijk is neutraliseren van dat verouderingsverschijnsel.

Dat is evenwel niet afdoende, omdat de vraag in de vastgoedmarkt zich dynamisch ontwikkelt en zodoende vraag en het betreffende aanbod uit elkaar gaan lopen. Zodoende is er ook sprake van bij-investeringen voor tussentijdse upgrading en renovatie, om het aanbod op de dan actuele vraag in de markt afgestemd te houden. Het '*in de markt houden*' ervan.

Die drie omvangrijke uitgavenposten hangen dus samen met het verouderingseffect, te zien als degradatie van het kwaliteitsniveau qua te leveren prestaties. En dat raakt vaak tevens de functionaliteit van het vastgoedobject en de daaraan toe te kennen emotionele waarde.