

Nota "waardering commercieel vastgoed"

Verkorte inhoudsopgave

- (1) Introductie & Samenvatting
- (2) De markt voor commercieel vastgoed
- (3) Waarderingsgrondslagen commercieel vastgoed
- (4) Banken: Waardering financiële activa (IAS 39)
- (5) Rol van de AFM in het toezicht op de financiële verslaggeving
- (6) Waarderingen en taxaties

(1) Introductie & Samenvatting

Door middel van deze nota wil ik u nader informeren over de aard en omvang van de waarderingsproblematiek in de commerciële vastgoedsector.¹ Ik zal daarbij, zoals door uw Kamer verzocht gedurende het AO "kapitaaltekort vastgoedmarkt" op 13 december 2011, in het bijzonder stilstaan bij het verschil tussen het gebruik van kostprijs bij de waardering van commercieel vastgoed enerzijds en het gebruik van reële waarde of marktwaarde anderzijds.²

Ik zal in de nota eerst enkele kenmerken van de markt voor commercieel vastgoed schetsen (paragraaf 2). Vervolgens zal ik in paragraaf 3 uitgebreider ingaan op de twee mogelijke waarderingsgrondslagen voor financiële verslaggeving, kostprijs en reële waarde, en hun concrete toepassing. Hierop aansluitend zal ik kort stilstaan bij waardering door banken (paragraaf 4). Anders dan eigenaren van vastgoed investeren zij doorgaans niet in het eigen vermogen van vastgoedprojecten, maar verstrekken banken leningen aan vastgoedpartijen. Tot slot zal ik afronden met de rol van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) in het toezicht op de financiële verslaggeving (paragraaf 5) en waardering door taxateurs (paragraaf 6).

De nota concludeert dat het gebruik van een specifieke waarderingsgrondslag (kostprijs of marktwaarde) slechts een beperkte rol speelt bij het ontstaan van twijfels over de waardering van commercieel vastgoed. Ten eerste omdat beursgenoteerde beleggers, (beursgenoteerde) verzekeraars en pensioenfondsen bijna allemaal gebruik maken van marktwaarde. Ten tweede omdat ook het gebruik van kostprijs vereist dat er wordt afgewaardeerd indien de boekwaarde te hoog is. Ten derde omdat het gebruik van kostprijs alleen is toegestaan als in de toelichting op de jaarrekening tevens melding wordt gemaakt van de marktwaarde.

Mijns inziens speelt bij het mogelijk ontstaan van twijfels over de waardering de generieke onzekerheid op de markt voor commercieel vastgoed een grotere rol dan de keuze voor een grondslag. Een andere factor die twijfels kan veroorzaken is de mogelijk te beperkte transparantie bij de toepassing van op zich juist gekozen waarderingsgrondslagen. Dit leidt weer tot twijfels over correcte toepassing van verslaggevingregels. De overheid zet zich daarom met andere stakeholders ervoor in deze transparantie te vergroten, zoals in deze nota nader wordt toegelicht.

(2) De markt voor commercieel vastgoed

In paragraaf 2.1 wordt geschetst hoe de Nederlandse markt voor commercieel vastgoed eruit ziet: welke spelers erop actief zijn en welke vormen van financiering ze verschaffen. Vervolgens wordt beschreven in hoeverre vastgoedwaarderingen onderhevig zijn aan onzekerheidsmarges (paragraaf 2.2). In paragraaf 2.3 worden enkele kenmerken van de markt voor commercieel vastgoed benoemd. Deze kenmerken zullen los van de waarderingssystematiek altijd een zekere mate van onzekerheid met zich brengen. Tot slot worden in paragraaf 2.4 enkele beschikbare schattingen over mogelijke afschrijvingen in de sector kort besproken. Deze schattingen zijn gebaseerd op

¹ Onder "vastgoed" versta ik onroerende zaken en de daarop betrekking hebbende zakelijke rechten.

² (Historische) kostprijs lijkt af en toe verward te worden met boekwaarde. Boekwaarde is echter geen zelfstandige waarderingsgrondslag; elke waarderingsgrondslag vertaalt zich in een boekwaarde. In deze nota zal ik marktwaarde en kostprijs tegen elkaar afzetten.

specifieke aannames en methodes en moeten daarom met de nodige nuance worden gezien. Tevens wordt hierbij aangegeven waarom de overheid zelf geen eigen schatting van mogelijke afschrijvingen heeft of maakt.

2.1 Overzicht van de Nederlandse markt voor beleggingsvastgoed

De markt voor commercieel vastgoed wordt zelden in haar volledigheid in kaart gebracht. Er zijn niettemin wel enkele dwarsdoorsneden bekend. Uit onderzoek van het informatiebedrijf *Investment Property Database* (IPD) blijkt dat in 2010 in totaal 197 miljard euro werd belegd in commercieel vastgoed. Deze beleggingen kunnen worden opgedeeld in ca. 17% kantoren, 22% winkels, 52% woningen voor commerciële verhuur en 9% bedrijfsruimten.³

Die 197 miljard euro is onderverdeeld in ca. 119 miljard euro aan Nederlands commercieel vastgoed dat beheerd wordt door professionele partijen (door IPD gedefinieerd als partijen die meer dan ca. 100 miljoen euro beleggen) en ca. 78 miljard euro beheerd door kleine beleggers (die minder dan ca. 100 miljoen euro beleggen).⁴ Onder deze laatste categorie vallen ook zeer kleine eigenaren die een of twee huizen verhuren. Overigens valt vastgoed voor eigen gebruik, zoals de restauranteigenaar die ook eigenaar is van zijn pand, niet onder deze 197 miljard euro.

Van de ca. 119 miljard euro professioneel beheerd vastgoed kwam ca. 50 miljard euro voor rekening van institutionele beleggers als pensioenfondsen en verzekeraars (rechtstreeks of via fondsen), ca. 45 miljard euro voor rekening van particuliere Nederlandse beleggers en ca. 24 miljard euro voor rekening van buitenlandse partijen.⁵

IPD heeft ook in kaart gebracht in hoeverre vreemd vermogen een rol speelt bij de financiering van die 197 miljard euro. Er stond in 2010 in totaal ca. 74 miljard euro vreemd vermogen uit in de Nederlandse markt, waarvan zo'n 60 miljard euro bij Nederlandse banken en zo'n 10 miljard euro bij niet-Nederlandse financiers. Zo'n 5 miljard euro werd tot slot via verhandelbare obligaties met vastgoed als onderpand, zogenaamde *commercial mortgage backed securities* (CMBS), opgehaald.

Met een gemiddelde *leverage* van 40% voor de gehele professioneel beheerde vastgoedmarkt, inclusief de institutionele beleggers, zit Nederland qua vreemd vermogen beduidend onder het Europese gemiddelde van 60%.⁶ Binnen deze professionele markt maken met name de particuliere beleggers relatief veel gebruik van vreemd vermogen. IPD geeft aan dat hier het vreemd vermogen ca. 27 miljard euro bedraagt, op een vastgoedportefeuille van 45 miljard euro; een gemiddelde *leverage* van ca. 60%. Hiervan maken veel van de zogenaamde vastgoed-CV's deel van uit.⁷ Onderzoek van ING Real Estate en het Nyenrode Real Estate Center naar 108 particuliere beleggers (met ook kleine beleggers) over een totaal belegd vermogen van ca. 16 miljard euro geeft een nog net iets hogere *leverage* van ca. 65% aan.⁸

2.2 Onzekerheidsmarges

In de praktijk is de bepaling van de waarde van commerciële panden onderhevig aan grote onzekerheidsmarges. Cijfers van het *Royal Institute for Chartered Surveyors* (RICS) laten zien dat in Nederland in 2010 bij 16% van de transacties het verschil tussen de formele verkoopprijs en de taxatiewaarde tussen de 10% en 20% lag.⁹ Bij nog eens 20% van de transacties was het prijsverschil zelfs groter dan 20%.¹⁰ Voor eerdere jaren worden min of meer dezelfde percentages gevonden. Dit is overigens geen specifiek Nederlands fenomeen. In Frankrijk kent 50% van de

³ Schattingen op basis van data die zijn verzameld door de Nederlandse Vereniging van Institutionele Beleggers (NVIB) en het vastgoedfonds Altera.

⁴ Deze 100 mln. euro is ontleent aan de studie van IPD en is enigszins arbitrair gekozen. IPD geeft aan dat bij een dergelijke omvang in ieder geval verwacht mag worden dat professioneel met vastgoedmanagement wordt omgegaan.

⁵ Het betreft hier primair data uit jaarverslagen uit 2010. Voor particuliere beleggers is in bepaalde gevallen ook van data uit 2009 gebruik gemaakt.

⁶ DTZ Zadelhoff, "Money into property", mei 2010.

⁷ Een vastgoed CV is een beleggingsfonds waarbij een beheerder namens een aantal beleggers een aantal vastgoedobjecten exploiteert. Daarbij is vastgelegd dat de beheerder vanaf een datum welke vooraf is vastgesteld de portefeuille kan verkopen. De opbrengst van verkoop en huur worden verdeeld onder de beleggers.

⁸ "Het financieringsbeleid van Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers", van ING Real estate Finance en Nijenrode Business Universiteit (prof. dr. T. Berkhout en prof. dr. A. J.Kil), november 2011. Dit onderzoek is gedaan op basis van een gestructureerde vragenlijst die is voorgelegd aan 108 klanten van ING, en maakt gebruik van door de beleggers zelf verschaft cijfers.

⁹ RICS is een van 's werelds grootste en meest gezaghebbende beroepsorganisaties van taxateurs en andere vastgoedprofessionals. Leden van RICS worden geacht volgens RICS-standaarden hun taxaties uit te voeren.

¹⁰ RICS IPD "Valuation and Sale Price report European Summary 2011".

taxaties een verschil met de verkoopprijs van meer dan 20%, in Duitsland 25% en in het VK 18%.

2.3 Oorzaken generieke onzekerheid

Dergelijke grote verschillen zijn deels een gevolg van de relatieve conjunctuurgevoeligheid van de markt voor commercieel vastgoed, waardoor prijzen van vastgoed relatief volatiel zijn. Deze volatilititeit kan betekenen dat zowel opwaartse als neerwaartse effecten met een lichte vertraging doorwerken in de aanpassingen van vastgoedwaarderingen. Een tweede verklaring betreft de heterogeniteit van de sector; geen pand is hetzelfde. Kenmerken als afstand ten opzichte van een treinstation, beschikbaarheid van parkeerplaatsen, de flexibiliteit van de indeling van een gebouw, nabijheid van horeca, de eigen identiteit van het gebouw en de energiezuinigheid leiden ertoe dat er nauwelijks twee vergelijkbare panden zijn. Er is daarom zelfs in de beste omstandigheden vaak slechts een beperkt aantal referentiepanden beschikbaar ten behoeve van adequate taxaties. Dergelijke oorzaken van onzekerheid kunnen nooit volledig worden weggenomen door andere waarderingsgrondslagen of betere taxatiemethodes.¹¹

2.4 Afschrijvingen

Er is binnen de sector geen eenduidig beeld over eventueel nog te nemen afschrijvingen op commercieel vastgoed, mede omdat het onduidelijk is in hoeverre dergelijke afboekingen voor een deel al hebben plaatsgevonden. Een grove schatting van IPD op basis van extrapolatie van de waardeontwikkeling van kantoren in de ROZ/IPD Index leert dat tussen 2007 en 2011 bij correcte toepassing van de verslaggevingregels in alleen al in de kantorensector reeds ca. 18 miljard euro zou moeten zijn afgeschreven.¹² Een andere schatting komt van DTZ Zadelhoff. Hier komt men op basis van een berekening met leegstandsvolumes en mutaties in (te verkrijgen) huurprijzen tussen 2008 en 2011 tot een bedrag van 10 miljard euro te nemen afboekingen op Nederlandse kantoren. Er is niet gekeken in hoeverre deze 10 miljard euro wel of niet al in financiële verslaggeving is verwerkt.¹³ In de media circuleren daarnaast ook wel andere bedragen. De onderbouwing van dergelijke schattingen is of onduidelijk of lijkt zelfs volledig te ontbreken. Op basis van de beschikbare externe schattingen kan mijns inziens niet tot harde uitspraken over afschrijvingen in de markt voor commercieel vastgoed worden overgegaan.

De overheid maakt zelf geen schattingen van de omvang van toekomstige winsten en verliezen op de Nederlandse vastgoedmarkt of van potentiële afschrijvingen of afwaarderingen. Het kabinet ziet hier voor zichzelf geen rol. De waarde van vastgoed is het resultaat van een onderhandelingsproces tussen bereidwillige en geïnteresseerde kopers en verkopers. De overheid is daarbij in een openmarkteconomie als de Nederlandse geen partij, behoudens bij die transacties waarbij ze zelf als koper of verkoper opereert. Wel heeft de overheid een rol om ervoor te zorgen dat er goede regels voor financiële verslaggeving zijn en dat deze goed worden toegepast. Het vervolg van de nota zal met name hierop ingaan.

(3) Waarderingsgrondslagen commercieel vastgoed

Beleggingsvastgoed kan ten behoeve van financiële verslaggeving naar keuze op *historische kostprijs* of op *reële waarde* worden gewaardeerd. Paragraaf 3.1 zal het regelgevend kader voor deze opties schetsen. Deze schets zal in paragraaf 3.2 worden aangevuld met schaarse beschikbare statistieken over het gebruik van grondslagen.

Het is belangrijk te realiseren dat vanuit het jaarrekeningenrecht de eisen aan het gebruik van een waarderingsgrondslag zo zijn vormgegeven dat, ondanks de keuzemogelijkheid, het selectief winkelen in grondslagen voor beleggingsvastgoed niet zou moeten lonen. Enerzijds doordat in geval van bijzondere waardevermindering bij het kostprijsmodel verplichte afboekingen moeten worden genomen. Anderzijds doordat het gebruik van dit model met zich brengt dat tevens de

¹¹ Dergelijke onzekerheid hoeft ook zeker niet tot een probleem op macro-niveau te leiden. Voor de Nederlandse panden in de RICS cijfers, alle overigens op marktwaarde gewaardeerd, betrof *het gemiddelde van alle afwijkingen* over 2011 tussen verkoopprijs en taxatieprijs bijvoorbeeld slechts 1,1%.

¹² Presentatie "Resultaten IPD/ROZ Vastgoedindex", 2 maart 2012 (zie website IPD). De extrapolatie omvat alle kantooruimte in Nederland, en niet slechts de kantooruimte op de markt voor professionele beleggers.

¹³ DTZ Zadelhoff "De kanshebbers in de markt", januari 2012.

reële waarde moet worden gepubliceerd in de toelichting bij de jaarrekening. De keuze zal in het onderstaande ter verduidelijking nader worden uitgewerkt.¹⁴

De toepassing van de grondslagen en de bijbehorende toelichting in de jaarrekening zal in de praktijk echter niet altijd even bevredigend te zijn. Ook kan ze op onbegrip stuiten. Zo wordt van waardering op reële waarde vaak ten onrechte verwacht dat ze tot een volledig objectieve maatstaf voor de waarde van vastgoed zal leiden. Ik zal daarom in paragrafen 3.3 en 3.4 ook enkele belangrijke technische aspecten van beide grondslagen in meer detail bespreken. Mogelijke verbeteringen zullen hierbij ook aan de orde komen.

3.1 Regelgevend kader; wettelijke keuzemogelijkheid beleggingsvastgoed

Het Burgerlijk Wetboek (boek 2 titel 9 BW) stelt regels voor de jaarrekening en het jaarverslag, inclusief regels voor de waardering van activa. Op basis van artikel 2:362 van het BW moet een jaarrekening op basis van normen die in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd zodanig inzicht geven dat een verantwoord oordeel over vermogen en resultaat van een onderneming mogelijk is. Voor nadere inkleding van deze normen worden doorgaans op basis van zelfregulering de richtlijnen van de Raad voor de Jaarverslaggeving (RJ) gebruikt, maar deze zijn niet verplicht.

Voor beursgenoteerde ondernemingen zijn daarnaast de *International Financial Reporting Standards* (IFRS) verplicht voor het opstellen van de geconsolideerde jaarrekening (EU-Verordening 1606/2002 betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen). De IFRS worden vaak gebruikt als inspiratie voor de RJ-richtlijnen. Tussen de RJ-richtlijnen en de IFRS-standaarden bestaan ten aanzien van waardering van commercieel vastgoed geen belangrijke verschillen.¹⁵

Zowel binnen de IFRS (op basis van *International Accounting Standard* IAS 40 die gaat over vastgoedbeleggingen) als binnen de richtlijnen van de RJ (op basis van RJ 213 die eveneens over vastgoedbeleggingen gaat) wordt vastgoed als beleggingsobject geclassificeerd als een aparte categorie van activa. Dit type vastgoed kenmerkt zich door een verdienmodel dat is gericht op de geïsoleerde en potentiële huuropbrengsten en de waardestijging, dan wel één van beide.

IAS 40 stelt voor dit type vastgoed dat een eigenaar de keuze heeft zijn vastgoedportfolio te waarderen op basis van reële waarde of op basis van kostprijs. Voor de gehele portfolio moet een eigenaar wel dezelfde grondslag gebruiken.¹⁶ Wanneer eenmaal een keuze is gemaakt, mag in principe niet meer voor een alternatieve grondslag worden gekozen.¹⁷ Het IFRS-concept "reële waarde" is een begrip dat in de praktijk op hetzelfde neerkomt als marktwaarde.¹⁸

De alternatieve keuze voor waardering van de portfolio op kostprijs vereist naleving van IAS 16

¹⁴ Deze nota gaat primair over de boekwaarde van panden op de balans. De waarderingsgrondslagen van panden leveren naast een dergelijke boekwaarde ook een methodiek op voor toerekening van resultaten. Bij beide grondslagen, reële waarde en kostprijs, worden 'waardedalingen dan wel bijzondere waardeverminderingen, afhankelijk van de grondslag, ingeschat en indien beschouwd als 'opgetreden' ten laste van de resultatenrekening gebracht. Alleen bij gebruik van de grondslag 'beschikbaar voor verkoop' ("available for sale onder IFRS) kunnen tijdelijk ongerealiseerde resultaten, niet zijnde gerealiseerde waardedalingen, eerst ondergebracht worden in de balans bij de post herwaarderingsreserves. Gebruik van deze grondslag kan alleen als er serieus perspectief is een pand binnen een jaar te verkopen tegen de reële waarde en actieve marketing plaatsvindt. Tevens moeten panden in deze categorie separaat worden weergegeven in de financiële positie om beleggers de mogelijkheid te geven het effect van gebruik van de categorie te beoordelen. Bij uiteindelijke verkoop van het commercieel vastgoed wordt dan het saldo van de herwaarderingsreserve overgebracht naar de resultatenrekening.

¹⁵ In deze nota zal ik daarom relatief uitgebreid ingaan op de grondslagentoepassing conform de IFRS, en bij de RJ-richtlijnen maar zeer beknopt stilstaan.

¹⁶ In *exceptionele* gevallen kan op kostprijs worden gewaardeerd voor een individueel stuk vastgoed terwijl de rest van de portfolio op reële waarde moet worden gewaardeerd. Dit komt met name voor als een bepaling van reële waarde voor een stuk vastgoed zeer moeilijk is. Deze nota gaat verder niet op deze thematiek in.

¹⁷ Een wijziging is theoretisch wel mogelijk, maar alleen dan als de verandering tot een betrouwbaarder en relevant beeld over de financiële positie van een onderneming zou kunnen verschaffen. Van ondernemingen wordt daarnaast ook verwacht dat men een consistent beleid ten aanzien van financiële verslaggeving heeft. Zie verder IAS 8.

¹⁸ Het begrip marktwaarde bestaat niet in de IFRS. Binnen de IFRS-systematiek wordt doorgaans van reële waarde gesproken. In het BW bestaat het begrip marktwaarde binnen het Besluit Actuele Waarde wel als een van de mogelijke manieren voor het bepalen van de actuele waarde. Het begrip marktwaarde zoals gebruikt in het Besluit biedt qua inhoud hetzelfde als het begrip reële waarde in de IFRS.

(over materiële vaste activa) die primair voor vastgoed in eigen gebruik is bedoeld. Hierbij zullen, naast reguliere afschrijvingen door de tijd, ook afboekingen moeten worden gedaan als de waarde in het economisch verkeer lager ligt dan de boekwaarde op dat moment. Ook zal in de toelichting op de cijfers de reële waarde nog steeds vermeld moeten worden.

Ondernemingen die niet volgens IFRS waarderen, hebben op basis van artikel 2:384 lid 1 BW een vergelijkbare keuzemogelijkheid tussen actuele waarde (waarbij vervolgens moet worden uitgegaan van artikel 11 van het Besluit Actuele Waarde en mogelijk RJ 213) of verkrijgingsprijs (waarbij gebruik wordt gemaakt van RJ 212 ("*Materiële vaste activa*").¹⁹ Verkrijgingsprijs is hierbij vergelijkbaar met de historische kostprijs.

3.2 Keuzes in de praktijk

In hoeverre hebben we zicht op de mate waarin de twee mogelijke grondslagen worden gebruikt? In de onderstaande paragraaf wordt een aantal partijen op de vastgoedmarkt genoemd. Van deze partijen is op basis van beschikbare cijfers en navraag bij enkele vertegenwoordigende organisaties aangegeven welke grondslagen worden gebruikt. Hierbij is als basis gebruikt gemaakt van IPD cijfers.²⁰ Annex 1 geeft een tabel met beknopt overzicht van het wettelijk kader en de cijfers.

Bij fondsen die de IFRS moeten toepassen voor beleggingsvastgoed komt keuze voor het kostprijsmodel maar zeer beperkt voor. Zo geven cijfers van de *European Public Real Estate Association* (EPRA) aan dat in 2010 van de genoteerde vastgoedbeleggers in Europa ca. 95% op basis van reële waarde waardeerde.²¹ Navraag bij EPRA leert dat dit in Nederland zelfs 100% is. Dit betreft 6 miljard euro aan vastgoed in Nederland.

Pensioenfondsen zijn niet verplicht IFRS toe te passen, maar waarderen wel hun hele balans verplicht op marktwaarde (artikel 135 Pensioenwet). Ook al het vastgoed wordt daarmee automatisch op reële waarde gewaardeerd. Verzekeraars hebben in tegenstelling tot pensioenfondsen wel de keuzemogelijkheid op kostprijs te waarderen. Een exacte splitsing tussen de grondslagen is op geaggregeerd niveau moeilijk te maken vanwege het ontbreken van daarop geënte statistieken. Echter, op basis van een grove schatting van DNB kan gesteld worden het merendeel van het beleggingsvastgoed bij verzekeraars op reële waarde wordt gewaardeerd.²² Pensioenfondsen en verzekeraars hebben samen ca. 18 miljard euro Nederlands vastgoed op de balans.

Bij niet-beursgenoteerde fondsen waardeert een groot deel van de fondsen die primair voor institutionele beleggers werken op reële waarde. In totaal beleggen deze fondsen ca. 26 miljard euro in Nederlands commercieel vastgoed. Een statistiek voor deze groep bestaat niet maar de *European Association of Investors in Non-Listed Real Estate* (INREV) schat in dat vrijwel 100% van de fondsen met een Nederlandse domicilie opgenomen in de database van INREV hun vastgoed waardeert op reële waarde. Nederlandse leden van INREV hebben ca. 16 miljard euro verspreid over 26 fondsen onder beheer.

Bij (kleinere) particuliere beleggers en niet-beursgenoteerde fondsen die voor particuliere professionele beleggers werken zal de keuze voor kostprijs mogelijk meer voorkomen. Er zijn voor deze groep, die in volume nog steeds fors is (ca. 45 miljard euro voor professionele particuliere beleggers, ca. 78 miljard euro voor kleine particuliere beleggers), geen specifieke statistieken

¹⁹ In het BW is gekozen voor de term actuele waarde in plaats van reële waarde. Binnen RJ 213 wordt de grondslag actuele waarde voor commercieel vastgoed in termen van reële waarde gedefinieerd.

²⁰ Gebruikt zijn voornamelijk de uitgesplitste cijfers uit het IPD-artikel "Beleggingsmarkt Nederland groter dan gedacht" (2001). Voor de 24 mld. euro aan Nederlands beleggingsvastgoed dat wordt beheerd door buitenlandse partijen is binnen het kader van deze nota niet getracht een beeld te verkrijgen over de gebruikte waarderingsmethodiek.

²¹ "*In the spotlight*", EPRA Annual Report Survey 2010/2011. Het betreft hier een onderzoek naar 83 beursgenoteerde vastgoedfondsen. De European Association of Public Real Estate (EPRA) vertegenwoordigt aanbieders van beursgenoteerde investeringen in vastgoed. Gezamenlijk investeren en ontwikkelen deze partijen ca. 250 miljard euro in vastgoed in Europa.

²² In het kader van de komende toezichtwetgeving (Solvency II) zullen verzekeraars overigens wel op reële waarde moeten gaan waarderen voor de prudentiële balans. Deze zal ook openbaar moeten worden gemaakt via het zogenaamde "*Solvency en Financial condition report*". Verschillen met een eventueel op kostprijs gewaardeerde waardering in de jaarrekening zullen ook in dit rapport moeten worden toegelicht.

beschikbaar die aangeven in welke mate voor kostprijs of voor reële waarde wordt gekozen.²³

Geconcludeerd kan worden dat de wel beschikbare statistieken in de richting van gebruik van reële waarde wijzen. In de volgende twee paragrafen 3.3 en 3.4 zullen enkele belangrijke technische aspecten van beide grondslagen in meer detail worden besproken.

3.3 Nadere uitwerking grondslag reële waarde

IAS 40 (*vastgoedbeleggingen*) bevat de belangrijkste vereisten bij toepassing van reële waarde. Voor individuele stukken commercieel vastgoed bestaan niet of nauwelijks liquide markten zoals bijvoorbeeld voor aandelen. Van belang is dan ook dat dit marktwaardebegrip in deze context breder is dan alleen de prijs in een liquide markt; waarderen op reële waarde biedt ook de mogelijkheid om, als er geen concrete prijzen uit liquide markten voorhanden zijn, benaderingswijzen te hanteren die zijn gebaseerd op alternatieve data. Deze benaderingswijzen gaan als het ware uit van een gesimuleerde transactie. Dergelijke benaderingswijzen kunnen gebruik maken van:

- transacties in het verleden van vergelijkbare panden, met correcties voor de verandering in economische omstandigheden, of
- transacties in het verleden van minder vergelijkbare panden in actieve, liquide markten, gecorrigeerd voor de verschillen in locaties en eigenschappen, of
- contant gemaakte geldstromen, gebaseerd op aannemelijke verwachtingen omtrent toekomstige te ontvangen huurvergoedingen en eventuele restwaarde bij verkoop (*discounted cash flow*-methode (DCF)),

Al deze benaderingswijzen hebben een element van subjectiviteit in zich, omdat immers een expert moet bepalen welke transacties of welke minder vergelijkbare panden als referenties worden meegenomen. Op dit moment wordt bijvoorbeeld door de Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (NBA) aangeraden bij instabiele geldstromen de DCF-methode te gebruiken.²⁴ Ook deze methode vereist echter het oordeel van een expert: hoe lang zal het gebouw nog verhuurd kunnen worden, wanneer is het reëel te veronderstellen dat er nieuwe huurders komen ingeval van leegstand, wat is de restwaarde, welke disconteringsvoet is toepasselijk, etc.?

Doordat er bij waardering van complexe, soms illiquide activa als vastgoed een oordeel van een expert nodig is, is het zaak dat voldoende transparant is hoe de expert tot zijn keuze is gekomen. Ook internationaal bestaat hierover consensus. Daarom heeft de G20 de IASB (International Accounting Standards Board, de internationale organisatie die de verslaggevingsstandaarden IAS en IFRS opstelt) gevraagd om, gezien de afhankelijkheid van experts bij het bepalen van de reële waarde, de eisen aan de transparantie omtrent dit type waarderingen te vergroten. Per 1 januari 2013 verklaart de IASB de standaard "*reële waarde bepaling*" (IFRS 13) van toepassing, waar Nederland een groot voorstander van is. De standaard dient door de Europese Commissie goedgekeurd te worden om haar juridische werking binnen de Europese Unie te geven,²⁵ dat besluit wordt verwacht in het derde kwartaal van 2012.²⁶

IFRS 13 introduceert zelf geen nieuwe waarderinggrondslag. Deze regel definieert het concept *reële waarde* en geeft regels voor de rapportage op basis van die grondslag.²⁷ Hierbij wordt de wenselijkheid van het gebruik van data voor de waardering van vastgoed gecategoriseerd aan de hand van de kwaliteit van die data. Het meest wenselijk zijn data die zijn ontleend aan courante markten (niveau 1), gevolgd door openbare data die voor benaderingswijzen kunnen worden

²³ 147 miljard euro is gebaseerd op de 197 miljard euro van IPD, na aftrek van 6 miljard euro voor beursgenoteerde fondsen, 18 miljard euro vastgoed direct op de balans van verzekeraars en pensioenfondsen, en 26 miljard onder beheer van niet genoteerde fondsen actief voor institutionele beleggers. Deze cijfers komen uit het IPD artikel "Beleggingsmarkt Nederland groter dan gedacht" (vastgoedmarkt september 2011).

²⁴ Zie ook Public Management Letter "*Zeg waar het op staat*", juni 2011, NBA.

²⁵ Gedoeld wordt op het zogeheten 'endorsement process' waarmee IFRS 13 onderdeel wordt van de IAS-Verordening 1606/2002.

²⁶ EU endorsement status report van European Financial Reporting Advisory group (EFRAG), april 2012.

²⁷ Deze standaard heeft betrekking op *alle* waarderingen tegen reële waarde; derhalve ook, indien hiervoor gekozen is, op waardering van beleggingsvastgoed.

gebruikt (niveau 2). De hiërarchie wordt afgesloten door zogenaamde niet-openbare data (niveau 3). Voor commercieel vastgoed vallen onder deze laatste categorie bijvoorbeeld de onderliggende huurcontracten, de huurprijsverwachtingen en de inschatting van mogelijke leegstand. De nieuwe IFRS 13 eist bij gebruik van dit type data dan o.a. dat ze worden gepubliceerd, dat de waarderingmethodologie wordt beschreven en dat een gevoeligheidsanalyse wordt opgesteld voor veranderingen in de data. Ook zullen in dit geval de activa niet enkel op geaggregeerd niveau mogen worden behandeld, maar moet met vergelijkbare deelgroepen van activa worden gewerkt.

Voor ondernemingen die niet op basis van IFRS maar op basis van het BW en de RJ-richtlijnen waarderen, stellen het Besluit Actuele Waarde en RJ 213 additionele eisen aan de toepassing van actuele waarde. In artikel 11 van genoemd besluit wordt de contante waarde van toekomstige kasstromen expliciet genoemd als mogelijke benadering van de "marktwaaarde". Ook hier is bij deze methode extra toelichting vereist over de aannames omtrent de kasstromen en de gehanteerde rentevoet.

3.4 Nadere uitwerking kostprijsgrondslag

IAS 16 (materiële vaste activa) bevat de belangrijkste eisen voor toepassing van het kostprijsmodel. Deze grondslag wordt doorgaans veel gebruikt voor vastgoed in eigen gebruik. Hier ligt het waarderen via kostprijs meer voor de hand, omdat bij dergelijk vastgoed vaak niet van geïsoleerde geldstromen (zoals huurinkomsten) kan worden gesproken. De echte waarde van het vastgoed in eigen gebruik is de waarde die wordt toegevoegd aan een productieproces (de *gebruikswaarde*). Niettemin is het bij vastgoed in eigen gebruik wel toegestaan eventueel de reële waarde te gebruiken voor de waardering.²⁸

Een keuze voor het gebruik van het kostprijsmodel voor beleggingsvastgoed mag, maar is zeker geen vrijbrief om waardeverlies niet mee te nemen. Naast reguliere afschrijvingen moeten, bij verlies van waarde in het economisch verkeer, ook extra afboekingen, zogenaamde *bijzondere waardeverminderingen*, worden genomen via de verlies- en winstrekening. IAS 36 (en RJ 121) (over bijzondere waardevermindering van activa) geeft regels hoe die waardeverminderingen moeten worden geïdentificeerd en hoe dergelijke afboekingen vervolgens moeten (er is geen keuze) worden verwerkt.²⁹ Er is sprake van een bijzondere waardevermindering als de boekwaarde van activa hoger is dan de opbrengstwaarde na verkoop *of* de bedrijfswaarde. Als de opbrengstwaarde na verkoop moeilijk te bepalen is, moet de bedrijfswaarde worden gehanteerd. Minimaal eenmaal per jaar moet worden gekeken of van dergelijke bijzondere waardevermindering sprake zou kunnen zijn. Indicatoren hiervoor zijn bijvoorbeeld wezenlijke technologische en economische veranderingen, indicaties dat disconteringsvoeten stijgen, en het feit dat de marktkapitalisatie van een bedrijf lager is dan zijn boekwaarde.

Voor vastgoed in eigen gebruik hoeft bij gebruik van het kostprijsmodel niet alsnog de reële waarde in de toelichting te worden vermeld. Het kostprijsmodel ligt hier relatief voor de hand. Echter, in geval van gebruik van het kostprijsmodel voor beleggingsvastgoed, bestaat de verplichting de reële waarde toch weer te geven in de toelichting op de jaarrekening. Dit biedt een extra waarborg tegen selectief winkelen.

Voor ondernemingen die niet op basis van IFRS maar op basis van het BW en de RJ-richtlijnen waarderen, stelt RJ 212 additionele eisen aan de toepassing van het kostprijsmodel. Deze eisen zijn vergelijkbaar met de eisen gesteld in IAS 16, waarbij ook hier elk jaar eventuele bijzondere waardeverminderingen moeten worden meegenomen en de actuele waarde van beleggingsvastgoed eveneens in de toelichting op de jaarrekening moet zijn vermeld.

In het voorgaande is vooral ingegaan op de waarderinggrondslagen gebruikt door vastgoedeigenaren. De volgende paragraaf besteedt aandacht aan de waarderingsregels voor de

²⁸ Er wordt dan gesproken van de "herwaarderingmethode". Winsten op dit vastgoed gaan eerst in een herwaarderingreserve. Voor waardering conform BW en RJ212 gelden vergelijkbare regels. Deze methode is niet mogelijk voor beleggingsvastgoed. We gaan er in deze nota daarom niet verder op in.

²⁹ IAS 36 is niet bedoeld voor de bijzondere waardevermindering op leningen. Deze worden bepaald via IAS 39.

leningen van banken aan vastgoedpartijen.

(4) Banken: Waardering financiële activa (IAS 39)

Banken bezitten doorgaans niet het vastgoed zelf maar financiële activa in de vorm van hypothecaire leningen aan vastgoedbeleggers. Deze leningen worden aangehouden in het bankboek.

De gedachte achter de IFRS-systematiek is dat de waardebepaling moet aangrijpen bij cruciale kenmerken van de activa. Omdat bankleningen doorgaans niet worden afgesloten op een openbare markt, stelt IAS 39 (over opname en waardering van financiële instrumenten) dat waardering dan dient te geschieden op basis van de grondslag *geamortiseerde kostprijs*.³⁰ Marktwaaarde zou voor dergelijke waarderingen ook niet geschikt zijn, omdat (individuele) bankleningen vaak niet worden afgesloten met als doel om erin te gaan handelen en daarom ook niet erg liquide zijn, terwijl marktwaaarde juist veronderstelt dat de activa liquide zijn (de marktwaaarde incorporeert immers doorgaans ook de mate van liquiditeit van activa).³¹

De grondslag geamortiseerde kostprijs brengt met zich dat voor leningen waarop nog rente en aflossingen plaatsvinden geen afwaarderingen hoeven te worden genomen, ook niet in situaties waar gebruik van marktwaaarde al wel tot een aangepaste waardering zou dwingen. Dit betekent niet noodzakelijkerwijs dat dergelijke leningen over het algemeen te gunstig in de boeken staan. Zodra er aan het einde van een rapportageperiode indicaties zijn voor het (waarschijnlijk) niet nakomen van verplichtingen door een lenende partij, kan worden gesproken van een "loss event" en moet op deze leningen gewoon worden afgeboekt. Er wordt hierbij wel gesproken van de "gerealiseerde verliezen"-systematiek. Onder de expliciet in IAS 39 genoemde indicaties van dergelijke "loss events" vallen bijvoorbeeld:

- contractbreuk,
- het waarschijnlijke bankroet of andersoortige herstructurering van de debiteur,
- het verlengen van een lening door de bank tegen gunstiger voorwaarden dan onder normale omstandigheden zou zijn toegestaan,³²
- Objectief meetbare data die een daling in de verwachte kasstromen voor een groep activa aannemelijk maken (zonder dat specifieke activa bekend zijn), zoals bijvoorbeeld data aangaande kredietwaardigheid van groepen consumenten of (lokale) economische omstandigheden.

Het gaat bij deze indicatoren dus ook om situaties waarbij de lenende partij zijn verplichtingen nog wel nakomt op het moment van waarden, maar waarbij op basis van objectieve informatie aanleiding is te veronderstellen dat deze dat in de toekomst niet meer zal doen. Bij het goed uitvoeren van de afboekingen zou geen structurele verhulling van waardedaling van de lening mogelijk moeten zijn.

Er bestaan bij deze systematiek niettemin twijfels of de afboekingen wel voldoende tijdig worden genomen. De IASB moderniseert mede daarom op verzoek van de G20 momenteel IAS 39. Als onderdeel van deze moderniseringsslag wordt o.a. getracht een betere methodiek voor het tijdig nemen van verliezen te ontwikkelen. Hierbij wordt o.a. gekeken in hoeverre de "verwachte verliezen"-systematiek, die nu wordt gebruikt bij het bepalen van kapitaalseisen aan banken, ook in de financiële verslaggeving kan worden gebruikt. Het inboeken van in de toekomst verwachte

³⁰ In Nederland rapporteren 53 banken volgens IFRS en 38 volgens het BW en de richtlijnen van de Raad voor de jaarverslaggeving. Omdat de grote 4 banken op basis van IFRS rapporteren wordt meer dan 90% van balanstotaal op IFRS gerapporteerd. De nota besteedt om deze reden verder alleen aandacht aan de IFRS systematiek.

³¹ Theoretisch is onder strikte voorwaarden op basis van IAS39 IN16 (2005) toegestaan een lening op reële waarde te waarden. Dit moet dan op moment van aangaan worden besloten, en verandering van grondslag is vervolgens uitgesloten. In de praktijk wordt hier door banken nauwelijks gebruik van gemaakt.

³² De bank kan omwille van het welslagen van een doorstart een crediteur gunstiger voorwaarden geven in de hoop zo zelf minder verliezen te lopen op een lening dan in het geval waarin direct tot een faillissement zou worden besloten. Deze bank moet de lening dan desalniettemin wel uit prudentie alvast afboeken.

verliezen over de tijd is echter een technisch gecompliceerd vraagstuk, omdat uitstaande leningen in verschillende kwaliteitssegmenten moeten worden ingedeeld. Ook hiervoor zal het oordeel van experts altijd nodig zijn. Ten aanzien van de snelheid van implementatie van dit traject zal daarnaast mede gekeken moeten worden naar eventuele procyclische effecten en de gevolgen voor financiële stabiliteit. Het ligt daarom in de lijn der verwachtingen dat introductie van een internationaal afgestemde methodologie nog enkele jaren op zich zal laten wachten.³³

Bovenstaande paragrafen hadden voornamelijk betrekking op de regels voor en de mate van het gebruik van verschillende waarderingsgrondslagen. Het is natuurlijk ook belangrijk dat op de uitvoering goed toezicht wordt gehouden.

(5) Rol van de AFM in het toezicht op de financiële verslaggeving.

De primair verantwoordelijke voor de toetsing van naleving van bovenstaande verslaggevingregels door het management van de onderneming is de externe accountant.

Daarnaast heeft de AFM een rol bij toetsing van toepassing van de IFRS-verslaggevingregels. Indien de AFM op basis van openbare informatie twijfel heeft over de juiste toepassing van deze voorschriften, kan zij de onderneming verzoeken om een nadere toelichting. Indien de verstrekte toelichting de twijfel niet heeft weggenomen, kan de AFM een mededeling doen aan de onderneming waarin zij aangeeft dat de twijfel over de juiste toepassing van de verslaggevingvoorschriften niet is weggenomen. Deze mededeling kan worden gecombineerd met een aanbeveling dat de onderneming publiekelijk moet uitleggen op welke wijze bepaalde voorschriften in de toekomst zullen worden toegepast of moet aangeven op welke onderdelen de financiële verslaggeving niet voldoet aan de voorschriften en wat hiervan de gevolgen zijn voor de financiële verslaggeving.

Wanneer onvoldoende gevolg is gegeven aan een aanbeveling op grond van de Wet Toezicht Financiële Verslaggeving (Wtfov), kan de AFM een verzoek indienen bij de Ondernemingskamer om de onderneming te bevelen dat zij de jaarrekening inricht conform de vereiste voorschriften. Bij brief van 13 september 2011 (Kamerstukken II 2011/12, 32 681, nr. 2) heb ik daarenboven een wetswijziging aangekondigd waardoor de AFM in de toekomst op grond van de Wtfov ook de wettelijke bevoegdheid zal krijgen om via de Ondernemingskamer aanbevelingen *afdwingbaar* te maken.

Tot slot heeft de AFM op haar beurt aangekondigd in 2012 in het kader van het toezicht op de financiële verslaggeving een specifiek themaonderzoek te verrichten naar de waardering van en toelichtingen op vastgoedbeleggingen. De AFM zal bijzondere aandacht geven aan de methoden en belangrijke veronderstellingen die gehanteerd zijn bij het bepalen van de reële waarde van vastgoedbeleggingen. De AFM let daarbij onder andere op de impact van zogenoemde huurvrije perioden en leegstand en de gehanteerde disconteringsvoeten.

Tot nu toe heb ik primair de regels (inclusief toezicht) voor financiële verslaggeving besproken. Ik heb nog niet stilgestaan bij een van de meest cruciale onderdelen voor goede verslaggeving van de waardes van commercieel vastgoed: de taxaties.

(6) Waarderingen en taxaties

Het is belangrijk dat taxaties informatie bevatten die ook bruikbaar is voor financiële verslaggeving. Regels voor de inhoud van taxaties zijn in veel landen, waaronder Nederland, niet wettelijk vastgelegd. Wel zijn er private organisaties die op basis van zelfregulering algemene regels formuleren. Zo stelt de *International Valuation Standards Council (IVSC)* algemene richtlijnen voor taxateurs vast om consistentie en kwaliteit in taxatiewerkzaamheden te stimuleren; de zogenaamde *International Valuation Standards (IVS)*.³⁴ Deze richtlijnen zijn niet alleen bedoeld

³³ Modernisering zal uiteindelijk leiden tot vervanging van IAS 39 door IFRS 9. Over toepassing in de EU beslist de Europese Commissie, na een bijzondere comitologieprocedure, met medebetrokkenheid van de Raad van de EU en het Europees Parlement. De Raad heeft aangegeven alle onderdelen van IFRS 9 te willen zien voor deze goedkeuring mogelijk is. De verwachting is dat IFRS 9 niet voor 2015 in werking zal treden.

³⁴ De IVSC (International Valuation Standards Council) is een onafhankelijke, in Amerika gebaseerde non-profit organisatie, waarvan zowel taxateurs, als gebruikers en accountants lid kunnen zijn. Binnen de IVSC stelt de *standards board* onafhankelijk haar agenda voor de ontwikkeling van standaarden op.

voor taxaties ten behoeve van financiële verslaggeving, maar bevatten ook gedragsregels, ethische normen en informatievoorschriften voor taxateurs in het algemeen. Ze stellen verder, net als overigens IFRS-standaarden en RJ-richtlijnen, niet hoe precies getaxeerd of gewaardeerd moet worden, maar leggen hiervoor algemene principes vast.

IVS bevat een definitie van marktwaarde. Deze lijkt voldoende vergelijkbaar met het door de IFRS gehanteerde reële waardeconcept om een goede inhoudelijke aansluiting tussen taxatie en financiële verslaggeving mogelijk te maken.³⁵ In Nederland hanteerden tot voor kort veel (verenigingen van) makelaars en taxateurs hun eigen marktwaardebegrip. Door een initiatief van de Waarderingskamer en de grootste brancheverenigingen voor makelaars en taxateurs is voor het marktwaardebegrip inmiddels aangesloten bij de marktwaardedefinitie van de IVS.³⁶ In haar Waarderingsinstructie 2011 gebruikt de Waarderingskamer inmiddels deze definitie om de WOZ-waarde nader te definiëren.³⁷ Daarmee is een belangrijke stap gezet naar eenduidige waardering van commercieel vastgoed door taxateurs.

Overigens sluiten ook bij de IVS-conforme taxaties de eisen aan de toelichting op de totstandkoming van die taxaties nog niet altijd even goed aan bij het type informatie dat nodig is voor adequate financiële verslaggeving. IVS-conforme taxaties bieden zelfs met het juiste marktwaardebegrip namelijk vaak slechts beperkte informatie over hoe men tot een bepaalde waarde is gekomen.³⁸ Door de NBA is een platform opgericht om te inventariseren hoe en waar deze aansluiting tussen taxaties en financiële verslaggeving onvoldoende is. Men werkt hier nauw samen met Stichting VastgoedCert.³⁹ De bevindingen van dit platform zouden kunnen helpen bij het verbeteren van de aansluiting tussen informatie die nodig is voor verslaggeving en de beschikbare informatie in taxaties. Verder heeft de IVSC, o.a. na aandringen van de *European Public Real Estate Association* (EPRA), zich geëngageerd aan de ontwikkeling van een aparte standaard voor beleggingsvastgoed.

Beroepsverenigingen voor taxateurs zoals het RICS gebruiken de IVS-standaarden als basis voor hun eigen richtlijnen. Zo stelt het RICS via haar "red book" additionele eisen ten aanzien van de vastlegging van de opdrachtverlening en moeten afwijkingen ten opzichte van het marktwaardeconcept gedetailleerd worden toegelicht. Ook moet er melding van gemaakt worden als er sprake is van een meer dan gebruikelijke onzekerheid bij waarderingen. Gebruik van de IVS of lidmaatschap van een organisatie als het RICS is niet verplicht voor taxateurs. Wel verlangen steeds meer (professionele) partijen dat er bij taxaties gebruik wordt gemaakt van de IVS of dat taxaties worden gedaan door iemand die lid is van het RICS. Zo schat INREV dat ca. 73% van de institutionele investeerders inmiddels gebruik maakt van taxaties die zijn uitgevoerd conform RICS-standaarden.⁴⁰ De IFRS-standaarden raden het gebruik van onafhankelijke taxateurs met professionele achtergrond aan, maar stellen dit niet verplicht.⁴¹

Ook het kabinet heeft een rol bij het verbeteren van de taxaties. In het kader van de rapportage van de Regiegroep Aanpak Misbruik Vastgoed (Kamerstukken II 2011/2012, 29911, nr. 63) en haar "Agenda voor de toekomst" heb ik samen met de Minister van Veiligheid en Justitie reeds aangegeven dat ik er de komende jaren naar zal streven om de kwetsbaarheid van taxatierapporten binnen het commercieel vastgoed terug te dringen via extra aandacht voor de rol en positie van makelaars en taxateurs. In dit kader zal onder meer geïnventariseerd worden of

³⁵ Zie o.a. prof. Dr. T.M. Berkhout MRE MRICS, "Met alleen taxatiecijfers nemen IFRS en IVS geen genoegen" in: Vastgoedmarkt, november 2011.

³⁶ O.a. Prof. Dr. T.M. Berkhout MRE MRICS, "Nieuwe borden in het waarderingsverkeer", weekblad voor fiscaal recht, 2011/77

³⁷ Het betreft hier de WOZ-WEV van alle WOZ objecten.

³⁸ Voor taxateurs die de IVS toepassen, is het mogelijk slechts netto schattingen van waarden te geven, terwijl de eisen voor verslaggeving juist meer gericht zijn op het expliciet in beeld brengen van de bruto waarde en eventuele correctieposten zoals huurkortingen en erfpachtkosten. Ook wordt bij IFRS in de toelichting meer informatie over onzekerheidsmarges gegeven moet worden. Ook maken de IVS geen onderscheid tussen vastgoed voor eigen gebruik en beleggingsvastgoed.

³⁹ Stichting VastgoedCert is een onafhankelijk en breed breed platform dat zorgt voor de registratie van gecertificeerde makelaars en taxateurs in onroerende zaken op basis van hun vakbekwaamheid.

⁴⁰ Cijfers verkregen van INREV dekken ca. 80% van de markt voor niet genoteerde vastgoedfondsen. Voor Nederland bestrijkt INREV 26 fondsen met een marktwaarde van 16 miljard

⁴¹ Niettemin geven EPRA-cijfers aan dat in ieder geval 90% van de beursgenoteerde vastgoedfondsen in Europa in 2011 gebruik maakte van onafhankelijke taxateurs.

verbeterde registratie van transacties, bijvoorbeeld met hulp van het kadaster, een bijdrage kan leveren aan het transparant(er) maken van de waarde(bepaling) van commercieel vastgoed. Ik hecht eraan hierbij op te merken dat de meeste taxateurs goede intenties hebben, maar dat het mogelijk de afgelopen jaren af en toe heeft ontbroken aan duidelijkheid hoe tot bepaalde waarderingen is gekomen. Een meer gedetailleerde agenda voor de regiegroep wordt op dit moment uitgewerkt. De Minister van Veiligheid en Justitie en ik zullen uw Kamer van de voortgang op de hoogte houden.

Annex 1: Overzicht waarderingsgrondslagen en inschatting van gebruik

	Reële waarde <i>Inclusief benaderingen</i>		Kostprijs		Geamortiseerde kostprijs
Standaard	IAS 40 "beleggings- vastgoed"	BW Boek 2 Artikel 384 jo. 362 Artikel 11 Besluit actuele waarde RJ 213	IAS 16 "materiële vaste waarde"	BW Boek 2 Artikel 384 RJ 212	IAS 39 "Financiële activa"
Gebruik en gebruikers	Beleggingsvastgoed beursgenoteerde fondsen <i>Vrijwillige toepassing voor beleggings vastgoed niet-beursgenoteerde fondsen, pensioenfondsen en verzekeraars</i>	Beleggingsvastgoed niet-beursgenoteerde fondsen en particulieren	Vastgoed in eigen gebruik door beursgenoteerde ondernemingen <i>Beleggingsvastgoed kan ook</i>	Vastgoed in eigen gebruik door niet-beursgenoteerde ondernemingen <i>Beleggingsvastgoed kan ook</i>	Banken
Omvang uitstaande bedragen (euro's) ⁴²	Ca 6 mld. beursgenoteerde fondsen				Ca 60 mld. aan vreemd vermogen
	Ca.18 mld. direct vastgoed bij pensioenfondsen en verzekeraars Ca. 26 mld. niet genoteerde fondsen gebruikt door pensioenfondsen en verzekeraars (INREV stelt 100% voor haar leden) Deel van ca.14 mld. niet genoteerde fondsen voor particuliere professionele beleggers Deel van ca. 31 mld. aan direct vastgoed particuliere professionele beleggers Deel van ca. 78 mld. aan kleine beleggers		Deel van ca. 14 mld. niet genoteerde fondsen voor particuliere professionele beleggers Deel van ca. 31 mld. aan direct vastgoed professionele particuliere beleggers Deel van ca. 78 mld. aan kleine beleggers		

⁴² Het onderscheid tussen het gebruik van de IFRS enerzijds en het gebruik van Boek 2 Titel 9 van het Burgerlijk Wetboek en de RJ standaarden anderzijds is niet specifiek onderzocht voor de beschikbare de cijfers. Er waren bijvoorbeeld in Nederland in 2010 al ca. 360 niet-beursgenoteerde fondsen actief.