

Financiële verslaggeving door vastgoedbeleggers

Kees Roozen en Leo van der Tas¹

SAMENVATTING In dit artikel wordt aandacht besteed aan de bedrijfstakspecifieke toepassing van IFRS voor vastgoedbeleggers. Daarbij wordt voor de jaarrekeningen 2009 van Europese vastgoedbeleggers met name gekeken naar de waardering van vastgoed, informatie over de kredietcrisis en het gebruik van alternatieve prestatie maatstaven. De belangrijkste conclusies zijn dat er weliswaar informatie wordt verschaft over aspecten van de kredietcrisis, maar dat deze meer specifiek kunnen worden gemaakt. Het gaat met name om toegenomen onzekerheden omtrent de waardering van vastgoed en het herfinancieringsrisico. Gezien het grote aantal aankopen overnames zijn dit materiële posten in de jaarrekening. Vanwege het feit dat er grote verschillen bestaan tussen de beide verwerkingswijzen, dient de toelichting over de factoren om te bepalen of sprake is van een bedrijfscombinatie dan wel van een aankoop van een actief, te worden verbeterd.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Opstellers, gebruikers en controleurs van de jaarrekeningen van vastgoedbeleggers kunnen dit artikel gebruiken om hun jaarrekening te benchmarken ten opzichte van de top 50 en waar nodig verbeteringen aanbrengen. Tevens wordt ingegaan op de wijze waarop alternatieve prestatie maatstaven worden opgenomen in de jaarrekeningen die vanuit de Europese koepel European Public Real Estate Association (EPRA) worden voorgeschreven.

1 Inleiding

De vastgoedsector is door de kredietcrisis zwaar getroffen. De moeilijkheden begonnen op de hypotheekmarkt en hebben hun gevolgen gehad voor de waarde van vastgoed en voor de financieringsmogelijkheden van de vastgoedsector. Tegelijkertijd hebben zich enkele wijzigingen voorgedaan in de regelgeving voor vastgoedbeleggers en zijn verdere wijzigingen aangekondigd die effecten hebben op de wijze waarop vastgoedbeleggers verslagleggen over hun prestaties onder International Financial Reporting Standards (IFRS). In deze bijdrage worden de jaarrekeningen 2009 van Europese vastgoedbeleggers onderzocht. Waar het de invloed van de

kredietcrisis betreft, wordt met name gekeken naar de wijze waarop de waarde van vastgoed wordt bepaald en toegelicht alsmede naar de toelichting op de financieringsruimte van de onderneming. Waar het de wijzigingen in IFRS betreft, wordt met name gekeken naar waardering van vastgoed in ontwikkeling en verwerking van aankopen/overnames van vastgoed alsmede joint ventures. Ten slotte wordt aandacht besteed aan het gebruik van alternatieve prestatie maatstaven, omdat de sector hiervan in belangrijke mate gebruikmaakt, onder invloed van de Europese koepel EPRA (European Public Real Estate Association).

De gekozen onderzoekspopulatie bestaat uit de jaarverslagen over 2009 (of indien het een gebroken boekjaar betrof, het jaarverslag 2009/2010) van Europese beursgenoteerde vastgoedbeleggers. Daarbij is er voor gekozen om alle Nederlandse (tien ondernemingen) en de grootste veertig niet-Nederlandse beursgenoteerde vastgoedbeleggers te onderzoeken. Van de oorspronkelijke populatie van 50 vielen zes af door gebrek aan gegevens, alsmede door het feit dat ervoor werd gekozen twee Nederlandse vastgoedbeleggers als één te tellen aangezien hun jaarrekeningen vrijwel identiek waren. Daarmee resteert een aantal van 44. De volledige lijst met onderzochte ondernemingen is als bijlage toegevoegd.

Deze bijdrage kent de volgende structuur. Allereerst wordt op de twee genoemde aspecten ingegaan waar in de jaarverslagen de gevolgen van de kredietcrisis tot uitdrukking zouden kunnen komen, namelijk waardering van vastgoed en het herfinancieringsrisico. De waardering van en toelichting op vastgoed worden gesplitst in vastgoed in exploitatie (paragraaf 2) en vastgoed in ontwikkeling (paragraaf 3). Dit onderscheid is gemaakt vanwege de verschillen in risico's tussen de twee categorieën alsmede vanwege het feit dat de regelgeving voor vastgoed in ontwikkeling is aangepast met werking vanaf 2009. Paragraaf 4 behandelt de toelichting omtrent het liquiditeitsrisico, met name het herfinancieringsrisico. Vervolgens komen twee onder-

werpen aan de orde die zeer relevant zijn voor de bedrijfstak en waarop wijzigingen in regelgeving worden verwacht. De aankomende wijziging van *joint venture accounting* is aanleiding om de huidige praktijk en de potentiële impact op de vastgoedsector in kaart te brengen in paragraaf 5. De potentiële effecten van de invoering van gewijzigde IFRS 3 Business Combinations op de sector, met name het toepassingsgebied van deze standaard, is het onderwerp van onderzoek in paragraaf 6. Ten slotte wordt in paragraaf 7 ingegaan op *non-GAAP measures*, ook wel aangeduid als alternatieve prestatie maatstaven. Dit is met name in de vastgoedsector relevant omdat de Europese koepel voor de sector (EPRA) deze nadrukkelijk aanbeveelt. De bijdrage sluit af met conclusies in 8.

2 Vastgoedbeleggingen in exploitatie

Onderscheid kan worden gemaakt tussen vastgoedbeleggingen in exploitatie en vastgoedbeleggingen in ontwikkeling. Het verschil is dat de eerste categorie vastgoed gereed is voor gebruik, terwijl de tweede categorie dat nog niet is. Ditzelfde onderscheid wordt gemaakt in IFRS. Tot en met 2008 werden beide categorieën vastgoedbeleggingen zelfs in verschillende standaarden behandeld. Vastgoedbeleggingen in exploitatie vallen binnen het toepassingsgebied van IAS 40 Vastgoedbeleggingen. Vastgoedbeleggingen in ontwikkeling vielen binnen het toepassingsgebied van IAS 16 Materiële vaste activa (IAS 40, par. 9(d)). Vanaf 2009 moet IAS 40 worden toegepast op beide categorieën.

De achtergronden voor het maken van dit onderscheid liggen in het feit dat de risico's met betrekking tot vastgoedbeleggingen in ontwikkeling in het algemeen groter zijn dan die met betrekking tot vastgoedbeleggingen in exploitatie, aangezien ook nog het bouwrisico wordt gelopen en de verhuurovereenkomsten over het algemeen nog niet zijn ingegaan of zelfs nog niet zijn afgesloten. Vastgoedbeleggingen in ontwikkeling worden besproken in paragraaf 3.

De eerste waardering van vastgoedbeleggingen in exploitatie vindt altijd plaats tegen kostprijs (IAS 40, par. 20). Voor de vervolgwaaarding biedt IAS 40, par. 30 de optie tussen waardering tegen kostprijs (met vermelding van de reële waarde in de toelichting) of waardering tegen reële waarde. Bij waardering tegen reële waarde worden alle waardemutaties verwerkt in de winst- en verliesrekening en worden geen afschrijvingen en geen bijzondere waardeverminderingen verantwoord.

EPRA beveelt aan te waarden tegen reële waarde. Van de 44 onderzochte ondernemingen volgen 41 (93%) deze aanbeveling op. De overige drie waarden vastgoedbeleggingen in exploitatie tegen kostprijs (na aftrek van cumulatieve afschrijvingen en bijzondere waardeverminderingen) en vermelden de reële waarde in de toelichting. Dit

is ook in lijn met eerdere onderzoeken. Zo blijkt uit een onderzoek van PwC² van eind 2008 dat 92% van de onderzochte ondernemingen het reële waardemodel volgt voor de vervolgwaaarding.

Op dit moment moeten onder US GAAP vastgoedbeleggingen worden gewaardeerd tegen kostprijs. Echter, voorgesteld wordt om waardering tegen reële waarde verplicht te stellen, onder meer om convergentie te bereiken met IFRS. De ontwerpstandaard onder US-GAAP wordt in het eerste kwartaal van 2011 verwacht.³

In het licht van de discussie omtrent de betrouwbaarheid van reële-waarde-informatie is het van belang na te gaan op welke wijze de reële waarde is bepaald. Daarbij kan worden gedacht aan de vraag wie de taxatie heeft verricht en welke methode is gebruikt. In tabel 1 wordt weergegeven welke informatie is aangetroffen in de jaarrekeningen van ondernemingen die kozen voor het reële waardemodel.

Opvallend is dat ondanks het feit dat dit niet verplicht is, taxaties bij vrijwel alle onderzochte vastgoedbeleggers door externe taxateurs worden gedaan. Een punt van verbetering kan de vermelding zijn van de gehanteerde waarderingsrichtlijnen. In het kader van de reële-waardediscussie is het interessant om te zien of zich hier wijzigingen zullen gaan voordoen. De DCF-methode blijkt de belangrijkste maatstaf te zijn.

Van deze 41 ondernemingen lieten slechts tien (24%) een positieve waardeontwikkeling van hun vastgoedbeleggingen zien. Blijkbaar heeft zelfs in 2009 de kredietcrisis nog geleid tot verdere afboekingen van vastgoedbeleggingen.

De drie ondernemingen die vastgoed in exploitatie waarden tegen kostprijs, geven in de toelichting de reële waarde aan. Eén van de ondernemingen geeft zelfs een volledig overzicht in de toelichting van de balans en winst- en verliesrekening indien het reële-waarde-model zou zijn toegepast. Alle drie ondernemingen doen tevens een *impairmenttest* wanneer er aanwijzingen voor een bijzondere waardevermindering zijn. Eén van de ondernemingen geeft aan te kijken naar de hoogste van directe en indirecte opbrengst-waarde in geval van een *impairmenttest*. Eén van de ondernemingen geeft aan te kijken naar de reële waarde verminderd met verkoopkosten, één geeft aan de indirecte opbrengst-waarde te bepalen. Geen van de ondernemingen gaf nadere details over de gebruikte veronderstellingen. Alle drie vastgoedbeleggers gaven aan *impairmenttesten* te hebben uitgevoerd op hun vastgoedbeleggingen, bij twee resulteerde dat in een *impairmentverlies*.

In de toelichting op de jaarrekening moet worden aangegeven welke oordeelsvorming van belang is geweest bij het opstellen. Vastgoedbeleggers geven daarbij aan dat de

Tabel 1 Wijze waarop reële waarde wordt bepaald

		Aantal	%
Wie heeft taxatie verricht?	Intern	2	5%
	Extern	30	73%
	Gedeeltelijk intern/gedeeltelijk extern	9	22%
	Totaal	41	100%
Referentie aan erkende waarderingsrichtlijnen zoals die van de International Valuation Standards Committee (IVSC) en de Royal Institute of Chartered Surveyors (RICS)?	IVSC	9	22%
	RICS	7	17%
	Overige	3	7%
	Meerdere	5	12%
	Niets vermeld	17	42%
Totaal	41	100%	
Welke methoden zijn gebruikt?	Discounted cash flow (DCF)	15	37%
	Vergelijkbare transacties	7	17%
	Netto-aanvangsrendementmethode ⁴	4	10%
	Combinaties van methoden	14	34%
	Niet vermeld	1	2%
	Totaal	41	100%

Tabel 2 Informatie over gehanteerde veronderstellingen

	Aantal	Percentage
Disconteringsvoet/aanvangsrendement	21	48%
Leegstand	10	23%
Gevoeligheidsanalyse	17	39%

bepaling van de reële waarde van vastgoed een belangrijke mate van oordeelsvorming in zich bergt. In ons onderzoek zijn wij nagegaan in hoeverre vastgoedbeleggers ingaan op de gehanteerde disconteringsvoet/aanvangsrendement, de leegstand en de gevoeligheid van de reële waarde voor aanpassingen in de belangrijkste veronderstellingen. In tabel 2 is aangegeven in welke mate deze informatie werd aangetroffen. Daarbij is gekeken naar de gehele populatie, dus inclusief de vastgoedbeleggers die op kostprijs waarden aangezien deze de reële waarde in de toelichting vermelden.

Zoals blijkt uit tabel 2 is er ruimte voor verbetering van de informatie over de gehanteerde veronderstellingen en de gevoeligheid van de reële waarde voor afwijkingen van deze veronderstellingen. Een goed voorbeeld van een toelichting op de bepaling van de reële waarde vinden we bij Globe Trade Centre S.A., zie figuur 1. Daarin wordt niet alleen ingegaan op de gehanteerde veronderstellingen en de gevoeligheid van de reële waarde voor wijzigingen in deze veronderstellingen, maar wordt tevens

ingegaan op de gevolgen van de kredietcrisis op deze onzekerheden.

Tevens is nagegaan of melding wordt gemaakt van toegenomen onzekerheden in de taxatie en de referentie van taxateurs aan deze toegenomen onzekerheid. Van de 41 ondernemingen die vastgoed in exploitatie waarden tegen reële waarde gaven er elf aan in 2009 geconfronteerd te zijn met toegenomen onzekerheden. Prologis (2009, p. 52) verwoordt het als volgt: 'Volatility in the global financial system has created a significant degree of turbulence in commercial real estate markets across the world and the lack of liquidity in the capital markets means that it may be difficult to achieve a successful sale of property assets in the short-term. This inevitably resulted in greater uncertainty of the property values as of 31 December 2009.'

In lijn met Hoogendoorn⁵ bevelen we meer toelichting aan over de gehanteerde modellen en veronderstellingen. Op dit moment bevat IFRS reeds enkele toelichtingseisen (verwezen wordt naar IAS 1.125 en IAS 1.129). Tevens zijn voorstellen gedaan voor een nieuwe standaard over de wijze waarop reële waarde moet worden bepaald (IASB, Exposure Draft Fair Value Measurement). Deze ontwerpstandaard bevat tevens nieuwe toelichtingseisen omtrent de methode waarop de reële waarde is bepaald en, indien het om reële waarden van level 3 gaat, de impact op de resultaten. Voor de vastgoedbeleggers kan hieraan invulling worden gegeven door bij het geven van inzicht in de

Figuur 1 Globe Trade Centre (2009, p. 45)

Assumptions used in the valuations as of 31 December 2009 are, presented on the basis of weighted averages, presented below:

	Poland	Other countries
Completed assets		
Average rental rate per sqm (Eur) (*)	21	20
Yield	7,5%	8,2%
ERV per sqm (Eur) (*)	21	20
Vacancy	4%	19%
Assets under construction (only assets at fair value)		
Average yield	N/A	9,3%
Average % complete	N/A	75%

Assumptions used in the valuations as of 31 December 2008 are, presented on the basis of weighted averages, presented below:

	Poland	Other countries
Completed assets		
Average rental rate per sqm (Eur) (*)	22	23
Yield	6,9%	7,7%
ERV per sqm (Eur) (*)	24	25
Vacancy	1%	18%
Assets under construction		
Average yield	7,9%	8,1%
Average % complete	42%	43%

(*) Apart from basic rent includes income from parking, ad-on factors, and other income.

gehanteerde veronderstellingen en onzekerheden bijvoorbeeld ook aandacht te besteden aan het toelichten van de aanvangsrendementen en het weergeven van een vervalkalender van de huuropbrengsten.

3 Vastgoedbeleggingen in ontwikkeling

Met ingang van 2009⁶ heeft de International Accounting Standards Board (IASB) een wijziging doorgevoerd in de standaarden als onderdeel van zijn Annual Improvements Project. Vastgoedbeleggingen in ontwikkeling vallen vanaf 2009 niet meer binnen het toepassingsgebied van IAS 16, maar binnen dat van IAS 40 en volgen dezelfde waarderingmethode als vastgoedbeleggingen in exploitatie. Dit heeft diverse gevolgen voor de grondslagen voor waardering en resultaatbepaling op vastgoedbeleggingen.

IAS 16 Materiële vaste activa biedt de keuze voor waardering tegen kostprijs of geherwaardeerde waarde. Indien wordt gekozen voor waardering tegen geherwaardeerde waarde gaan waardemutaties boven kostprijs naar de herwaarderingsreserve. Bij realisatie van de herwaarderings-

The table below presents the sensitivity of profit (loss) before tax as of 31 December 2009 due to change in underlying assumptions (the values are presented in absolute numbers as a change can either be positive or negative):

	Poland	Other countries
Completed investment property		
Change of 25 bp in yield	27.342	19.979
Change of 5% in estimated rental income	41.284	32.290
Investment property under construction		
Change of 5% in remaining costs	-	3575
Change of 5% in estimated rental income	-	12.114

The table below presents the sensitivity of profit (loss) before tax as of 31 December 2008 due to change in assumptions

	Poland	Other countries
Completed investment property		
Change of 25 bp in yield	23.914	17.427
Change of 5% in estimated rental income	29.750	24.386
Investment property under construction		
Change of 5% in remaining costs	9977	5589
Change of 5% in estimated rental income	23.648	13.148

The continued instability in the financial markets causes volatility and uncertainty in the world's capital markets and real estate markets. There is a low liquidity level in the real estate market and transaction volumes are significantly reduced, resulting in a lack of clarity as to pricing levels and the market drivers. As a result there is less certainty with regard to valuations and market values can change rapidly due to the current market conditions.

(door middel van verkoop, afschrijving, dan wel door gebruik als vastgoedbeleggingen) valt deze niet vrij ten gunste van het resultaat. Het is slechts in een beperkt aantal gevallen toegestaan om de herwaarderingsreserve om te zetten in andere vormen van eigen vermogen, zoals agio of vrije reserves (IAS 16, par. 41). IAS 40 biedt de keuze-mogelijkheid tussen kostprijs of reële waarde. Indien wordt gekozen voor reële waarde, gaan alle waardemutaties rechtstreeks naar de winst- en verliesrekening. Hieruit blijkt dat de waarderinggrondslagen voor vastgoedbeleggingen in exploitatie en vastgoedbeleggingen in ontwikkeling verschillend waren en met ingang van 2009 zijn gelijkgesteld. Zij moeten ook consistent worden toegepast, dus het is niet mogelijk om binnen IAS 40 voor vastgoedbeleggingen in exploitatie te kiezen voor reële waarde en voor vastgoedbeleggingen in ontwikkeling te kiezen voor kostprijs. De enige uitzondering die wordt gemaakt, is wanneer de reële waarde van vastgoedbeleggingen in ontwikkeling niet op betrouwbare wijze kan worden bepaald. In dat geval is het mogelijk om voorlopig op kostprijs te waarderen totdat de reële waarde wel op betrouwbare wijze kan

Tabel 3 Waardering vastgoedbeleggingen in ontwikkeling

Waardering vastgoedbelegging in ontwikkeling	Aantal	%
Kostprijs omdat alle vastgoedbeleggingen worden gewaardeerd op kostprijs	3	9%
Reële waarde (tenzij niet betrouwbaar bepaalbaar) met waardemutaties in winst- en verliesrekening	29	88%
Reële waarde met waardemutaties in herwaarderingsreserve	1	3%
Totaal met vastgoedbeleggingen in ontwikkeling waarop de herziene IAS 40 van toepassing is	33	100%
Geen vastgoedbeleggingen in ontwikkeling waarop IAS 40R van toepassing is	11	
Totaal	44	

worden bepaald, dan wel tot het vastgoed in exploitatie wordt genomen (indien dat eerder is). In de uitzonderlijke situatie dat de vastgoedbelegger van mening is dat de reële waarde van een vastgoedbelegging nooit betrouwbaar zal kunnen worden gemeten, moet IAS 16 worden toegepast op dat vastgoed (IAS 40, par. 53-55).

De voorgaande ontwikkelingen maken het interessant om te zien op welke wijze vastgoedbeleggers de gewijzigde regelgeving met betrekking tot vastgoed in ontwikkeling hebben doorgevoerd in de jaarrekeningen 2009.

In de jaarrekeningen 2009 maken 33 (75%) van de 44 onderzochte ondernemingen melding van vastgoedbeleggingen in ontwikkeling. Van deze 33 ondernemingen wordt in tabel 3 weergegeven welke waarderingsgrondslagen worden aangetroffen in de onderzochte jaarrekeningen. Van de 33 ondernemingen die melding maken van vastgoedbeleggingen in ontwikkeling presenteren twaalf (36%) deze afzonderlijk in de balans, terwijl dertien (40%)

andere deze afzonderlijk in de toelichting vermelden. De overige acht ondernemingen (24%) geven geen verdere details. Dit is hoog te noemen, aangezien aan vastgoedbeleggingen in exploitatie en aan vastgoedbeleggingen in ontwikkeling verschillende risico's en onzekerheden zijn verbonden.

Van de 33 ondernemingen die melding maken van vastgoedbeleggingen in ontwikkeling hebben 28 (85%) een stelselwijziging doorgevoerd in 2009 (drie niet omdat zij op kostprijs bleven, één onderneming niet omdat zij nog steeds de waardemutaties naar de herwaarderingsreserve boekt en één omdat de wijzigingen het jaar daarvoor reeds waren doorgevoerd). IAS 40, par. 85B geeft aan dat het nieuwe stelsel prospectief moet worden toegepast. Prospectieve toepassing van een nieuwe standaard betekent op grond van IAS 8 paragraaf 5 dat het nieuwe stelsel wordt toegepast voor transacties, andere gebeurtenissen en voorwaarden vanaf de datum waarop het nieuwe stelsel is ingegaan. Op grond van IAS 8.14(a) is dit een verandering van de waarderingsgrondslag, waarbij specifieke overgangsbepalingen van toepassing zijn, zoals zijn opgenomen in IAS 40. Daarbij is tevens bepaald dat de vergelijkende cijfers niet hoeven te worden aangepast. In tabel 4 wordt weergegeven op welke wijze dit is gebeurd en waar het resulterende effect is verwerkt.

Wat opvalt, is dat in twee gevallen een stelsel wordt gehanteerd waarvan overeenstemming met de oude of gewijzigde IAS 40 onduidelijk is. De meest voorkomende verwerking van de wijziging van kostprijs naar reële waarde is het verantwoorden van de waardemutatie in de winst- en verliesrekening in het jaar van stelselwijziging, hoewel ook

Tabel 4 Verwerking stelselwijziging

Stelsel vorig jaar	Verwerking overgang	Aantal	%
Reële waarde	Prospectief waarbij herwaarderingsreserve overgeboekt naar overige/vrije reserves	3	11%
	Vorig jaar gingen waardemutaties reeds door winst-en-verliesrekening (zonder early adoption IAS 40)	1	4%
	Geen effect van overgang omdat herwaarderingsreserve nihil was	1	4%
Kostprijs	Prospectief met effect in eigen vermogen	1	4%
	Prospectief met effect in resultaat	14	50%
	Geen effect van overgang	3	11%
	Niet toegelicht	5	18%
Subtotaal		28	100%
	Early adopter vorig jaar dus geen effect van overgang	1	
	Nog steeds gaan waardemutaties naar de herwaarderingsreserve	1	
	Niet van toepassing	14	
Totaal		44	

verwerking rechtstreeks in het eigen vermogen wordt aangetroffen. Vanwege de onduidelijkheid over de overgangsbepalingen in de standaard over de verwerking van deze waardemutatie, zijn beide methoden toegestaan. In de drie gevallen waarin er geen effect was van overgang op reële waarde, gaat het met name om situaties waarbij het vastgoed in ontwikkeling op kostprijs gewaardeerd blijft, met als argument dat de reële waarde niet op betrouwbare wijze kan worden bepaald.

4 Herfinancieringsrisico

In eerdere onderzoeken is al onderzoek gedaan naar de toepassing van IFRS 7 onder vastgoedbeleggers. Zo heeft PwC in hun onderzoek van 2008 (PwC, 2008a) de nadruk gelegd op de uitgangspunten die zijn gehanteerd bij de gevoeligheidsanalyses die onder IFRS 7 moeten worden opgesteld, zoals voor interestvoetrisico's, valutarisico's en voor de overige prijsrisico's. Uit het laatst gepubliceerde onderzoek van E&Y7, waarin de leningsvoorwaarden zijn onderzocht over jaarrekeningen 2008, blijkt dat de toelichting over leningsvoorwaarden is uitgebreid ten opzichte van het jaar daarvoor, waarbij de ondernemingen zowel hebben aangegeven dat er leningsvoorwaarden bestaan als hebben aangegeven dat ze al dan niet aan deze leningsvoorwaarden hebben voldaan.

Doordat de vastgoedsector zwaar is getroffen door de kredietcrisis heeft dit onder meer gevolgen voor de (her)financieringsmogelijkheden van de ondernemingen en is dit onderwerp nog steeds actueel. Vanwege de daling van de waarde van de vastgoedbeleggingen zullen ondernemingen eerder te maken hebben gekregen met een lagere solvabiliteit, met als gevolg het doorbreken van de leningsvoorwaarden, waardoor leningen veelal direct opvraagbaar worden. Onder IAS 1 dienen ondernemingen namelijk leningen als kortlopend te classificeren indien de verstrekker van de lening deze direct kan opeisen als gevolg van de schending van deze leningsvoorwaarden. Dit geldt ook indien met de verstrekker van de lening na einde boekjaar maar vóór het opmaken van de jaarrekening is overeengekomen om deze lening niet vervroegd op te eisen. Relevant is in deze situatie dat op jaareinde de lening direct opvraagbaar was door de leningverstrekker en om die reden als kortlopend moeten worden gepresenteerd. Daarnaast zullen ondernemingen in dergelijke gevallen opnieuw moeten onderhandelen over hun leningsvoorwaarden, hetgeen in een aantal gevallen invloed kan hebben op de continuïteit van de onderneming. Dit is het geval indien niet of erg moeilijk nieuwe financiering kan worden aangevraagd. Ook moeten ondernemingen op grond van IFRS 7 een toelichting geven over de concessie ('waiver') die ze hebben ontvangen na de balansdatum, waarbij met name de omstandigheden van deze inbreuken op de leningsvoorwaarden per balansdatum moeten worden toegelicht.

Figuur 2 Workspace Group Plc (2009/2010), p. 35

The covenants on the bank facilities are set out below:

	Interest cover covenant		Loan to value covenant
	On-secured asset pool	Group level	On-secured asset pool
RBS	1,25	1,50	75%
GE	1,30	1,50	75%
BoS	1,10	-	85%

Each of the facilities is secured on a discrete pool of assets. Covenant tests are on both the discrete pools and at a Group level (which includes £47m of uncharged assets). Interest cover is calculated by reference to net rental income.

Covenants are tested on a quarterly basis and results of our covenant tests at 31 March 2010 and the indicative headroom based on March exit income run rates is as follows:

	At 31 March 2010	Indicative headroom
Interest cover covenant		
RBS asset pool	1,9	Income to fall by 35%
GE asset pool	2,2	Income to fall by 41%
BoS asset pool	1,5	Income to fall by 25%
Group asset pool	2,1	Income to fall by 27%
Loan to value		
RBS asset pool	50%	Valuation to fall by 33%
GE asset pool	59%	Valuation to fall by 21%
BoS asset pool	67%	Valuation to fall by 21%

We have good covenant headroom on all our facilities.

Vanwege de actualiteit voor wat betreft de leningsvoorwaarden is dit aspect dit jaar opnieuw onderzocht. In het onderzoek is in eerste instantie gekeken naar de toelichting op deze leningsvoorwaarden. Zo blijkt uit de jaarrekeningen dat nagenoeg alle onderzochte ondernemingen een algemene toelichting geven over de gehanteerde leningsvoorwaarden. Zo worden de soorten leningsvoorwaarden in de toelichting genoemd, zoals de 'Loan to value' en de 'Interest Coverage Ratio', maar wordt er nagenoeg geen informatie gegeven over de overeengekomen grenzen in de leningscontracten, dan wel informatie over de range waarin deze ratio's zich bevinden gedurende het boekjaar ten opzichte van de geldende grenzen. Door slechts vijf ondernemingen (11%) wordt deze informatie gegeven. Een goed voorbeeld hiervan is Workspace, waarin niet alleen de hoogte van de voorwaarden per jaareinde wordt vergeleken met de voorwaarden in de leningscontracten, maar waarbij ook wordt aangegeven hoeveel de opbrengsten mogen dalen dan wel de waarde van het vastgoed mag dalen voordat sprake is van een schending (zie figuur 2).

Vervolgens is gekeken naar de classificatie van de leningen waarbij inbreuk is gemaakt op de leningsvoorwaarden. Zo blijkt uit vijf jaarrekeningen dat er sprake is van een inbreuk op deze leningsvoorwaarden, waarvan in twee gevallen een herclassificatie van de leningen heeft plaatsgevonden van de lange termijn naar de korte termijn. In drie van de vijf jaarrekeningen waarin sprake is van een inbreuk op de leningsvoorwaarden is een afzonderlijke paragraaf opgenomen over de continuïteit. Deze paragraaf is aanvullend op de paragraaf waarin is opgenomen dat de jaarrekening is opgesteld op basis van continuïteit. In deze afzonderlijke paragraaf wordt ingegaan op de risico's die de onderneming heeft gelopen op grond van de kredietcrisis en wordt gemeld dat op basis van de afwegingen door het management de onderneming tot de conclusie is gekomen dat de jaarrekening op basis van continuïteit opgesteld moet worden. Deze afzonderlijke paragraaf over de continuïteit wordt ook in drie jaarrekeningen opgenomen waarin geen sprake is van een inbreuk op de leningsvoorwaarden. De inbreuk op de leningsvoorwaarden heeft in geen van de onderzochte jaarrekeningen geleid tot het afgeven van een andere dan een goedkeurende accountantsverklaring. Wel wordt in twee van de onderzochte jaarrekeningen een onverplicht toelichtende paragraaf opgenomen over de liquiditeitsrisico's, waarbij wordt verwezen naar de risicoparagraaf van de onderneming. In beide jaarrekeningen was sprake van een inbreuk op de leningsvoorwaarden.

5 Overnames

Fusies en overnames vinden plaats in elke bedrijfstak, zo ook in die van de vastgoedbeleggers. Bij de verwerking van deze fusies en overnames wordt IFRS 3 Bedrijfscombinaties toegepast, indien er sprake is van een bedrijfscombinatie. Bij deze bedrijfstak speelt echter een fenomeen, namelijk dat het gebruikelijk is om elk vastgoed in een afzonderlijke entiteit onder te brengen. De achtergrond daarvoor kan fiscaal zijn dan wel juridisch. Indien vastgoed van eigenaar wisselt, kan deze transactie plaatsvinden door verkoop van het vastgoed dan wel door verkoop van de aandelen van de entiteit waarin het vastgoed zit. Economisch gezien is daar weinig verschil tussen wanneer het enige actief van de entiteit het vastgoed is. De vraag die voor de financiële verslaggeving relevant is, is wanneer de aankoop van een entiteit met slechts één pand een bedrijfscombinatie is, waardoor IFRS 3 van toepassing is, en wanneer dit in feite slechts een aankoop van een actief is, waardoor IFRS 3 niet van toepassing is.

De verslaggeving loopt sterk uiteen om de volgende redenen. Indien het als een bedrijfscombinatie wordt behandeld, moet het vastgoed op reële waarde worden gewaardeerd, moet een belastinglatentie worden verantwoord voor het verschil tussen deze waarde en de fiscale boekwaarde die vaak aanzienlijk lager zal liggen, en moeten ook eventuele andere activa en verplichtingen op

reële waarde worden gewaardeerd, zoals schulden en eventuele immateriële rechten. Tevens zal veelal bij verwerking als overname per saldo een post goodwill ontstaan, al is het maar omdat de belastinglatentie moet worden verantwoord tegen nominale waarde, terwijl partijen deze waarschijnlijk tegen reële waarde zullen overeenkomen in de verkoopprijs van de entiteit.

Indien daarentegen de koop wordt verantwoord als de koop van een actief, is IFRS 3 niet van toepassing. Dit betekent dat er geen goodwill ontstaat en ook de uitzondering in IAS 12.15 van toepassing is, die stelt dat een verschil tussen boekwaarde en fiscale boekwaarde, die reeds bij eerste verantwoording aanwezig is en niet veroorzaakt wordt door een bedrijfscombinatie, niet leidt tot een latentie. Deze zogenoemde uitzondering voor eerste opname van een belastinglatentie moet in een dergelijk geval worden gevolgd. Met het volgende voorbeeld wordt het verschil cijfermatig toegelicht.

Vastgoedbelegger A neemt de aandelen over van Vastgoed BV X voor 1025 en maakt daarbij kosten van 5. BV X bevat uitsluitend één pand. De reële waarde van de vastgoedbeleggingen gehouden door Vastgoed BV X is 1050, de fiscale boekwaarde van het vastgoed is 800. Het belastingtarief dat geldt bij realisatie van waardeverminderingen van vastgoed is 30%. In tabel 5 worden de journalposten weergegeven die A verantwoordt als gevolg van deze overname indien de koop van de BV als overname zou worden beschouwd, dan wel als de aankoop van vastgoed.

Het verschil is opmerkelijk gezien het feit dat de goodwill feitelijk ontstaat als het verschil tussen de nominale en reële waarde van de belastinglatentie. Aangezien de goodwill impairmenttest volgens IAS 36 moet plaatsvinden voor belastingen (dus zonder daarbij rekening te houden met het verschil tussen reële en nominale waarde van de belastinglatentie), leidt dit bij een letterlijke lezing van IAS 36 tot een onmiddellijke bijzondere waardevermindering, dus tot een afboeking van de goodwill. Een alternatieve zienswijze is dat voor deze specifieke situatie de latentie wel moet worden meegenomen in de impairmenttest, omdat de latentie deel uitmaakt van de kasstroomgenererende eenheid, met name wanneer de verwachte realisatie plaatsvindt door middel van verkoop van de aandelen in plaats van afschrijving of verkoop van het gebouw zelf. Voor een uitgebreide uiteenzetting van dit fenomeen verwijzen wij naar Ernst & Young (2008) en PwC (2008b). Waar ligt de scheidslijn tussen beide verwerkingsmethoden? Deze ligt bij de definitie van het begrip 'business' (of bedrijfsactiviteit). Onder de oude IFRS 3 (van toepassing op bedrijfscombinaties die plaatsvinden in boekjaren die aanvangen voor 1 juli 2009) is deze definitie beperkter/

enger dan onder de definitie in de nieuwe IFRS 3. Onder de oude IFRS 3 was de definitie van business:

'An integrated set of activities and assets conducted and managed for the purpose of providing:

- (a) a return to investors; or
- (b) lower costs or other economic benefits directly and proportionately to policyholders or participants.

A business generally consists of inputs, processes applied to those inputs, and resulting outputs that are, or will be, used to generate revenues ...'

De nieuwe definitie luidt:

'An integrated set of activities and assets that is capable of being conducted and managed for the purpose of providing a return in the form of dividends, lower costs or other economic benefits directly to investors and other owners, members or participants' [cursivering toegevoegd].

De belangrijkste wijziging zit in het feit dat onder de oude definitie er normaliter sprake moet zijn van overgenomen processen (meestal personeel, enzovoort). Daarvan zal normaliter geen sprake zijn bij de overname van een vastgoed BV. Echter, onder de nieuwe definitie is het voldoende dat het actief gebruikt kan worden voor deze processen. Dit kan betekenen dat een aankoop onder de nieuwe IFRS 3 eerder als bedrijfscombinatie zal moeten worden verwerkt dan onder de oude IFRS 3.

Toegepast op vastgoedbeleggingen zouden de volgende factoren een rol kunnen spelen bij het onderscheid tussen bedrijfsovername en aankoop vastgoed:

- of ook personeel wordt overgenomen;
- of er één of meerdere objecten vastgoed in één transactie worden overgedragen;
- of er ook andere diensten worden geleverd door de gekochte entiteit. Daarbij kan worden gedacht aan vastgoedmanagement, schoonmaak, beveiliging, enzovoort.

Aangezien 2009 het laatste jaar was waarin de oude IFRS 3 kon worden toegepast en de nieuwe IFRS 3 aanzienlijke wijzigingen met zich brengt, hebben wij dit onderwerp meegenomen in ons onderzoek.

Dertien ondernemingen geven in de toelichting aan dat telkens een afweging wordt gemaakt of de overname van een entiteit een bedrijfscombinatie is of de aankoop van een actief. Daarvan geeft slechts één onderneming expliciet aan dat geen latente belasting wordt verantwoord bij verwerking als acquisitie van een actief, in tegenstelling tot verwerking als bedrijfscombinatie.

Zes ondernemingen geven in de toelichting aan dat de voornaamste reden voor het ontstaan van goodwill het feit is dat

Tabel 5 Voorbeeld

Overname (IFRS 3 revised)			Aankoop vastgoed		
	Debet	Credit		Debet	Credit
Vastgoed	1050		Vastgoed (noot 1)	1030	
Belastinglatentie 30%*(1050-800)		75	Kas		1030
Kas		1030			
Goodwill	50				
Kosten (noot 2)	5				

Noot 1 Indien als waarderingsgrondslag voor vastgoed reële waarde wordt gehanteerd, dan zullen de 5 geactiveerde kosten in de eerste periode als waardedaling worden verantwoord.

Noot 2 Kosten gemaakt in het kader van een overname moeten onder de nieuwe IFRS 3 onmiddellijk als last worden verantwoord voor boekjaren die aanvangen op of na 1 juli 2009. Voor de meeste ondernemingen is dit derhalve met ingang van boekjaar 2010.

Figuur 3 Corio (2009, p. 114)

The goodwill on business combinations relates mainly to the difference between the undiscounted deferred tax liabilities recognised in accordance with IAS 12 on purchase price allocation adjustments and the fair value of such deferred tax liabilities.

latente belastingen moeten worden verantwoord tegen nominale waarde in plaats van reële waarde (zie de illustratie uit de jaarrekening van Corio in figuur 3). Bij elf ondernemingen vindt een impairment plaats van goodwill. Geen van de onderzochte ondernemingen geeft aan dat de goodwill die ontstaat bij een overname als gevolg van latente belastingen onmiddellijk als impaired wordt beschouwd.

6 Joint ventures

In de vastgoedsector wordt veelvuldig gebruikgemaakt van joint venture-structuren. Hoewel dit vooral in de bouwsector plaatsvindt, is het ook voor vastgoedbeleggers een veelvoorkomende vorm van samenwerking. Deze samenwerkingsvormen kunnen worden onderscheiden naar gezamenlijke activiteiten, gezamenlijke activa en een gezamenlijke entiteit. Voor de gezamenlijke entiteiten (*jointly controlled entities*) bestaat een tweetal methoden voor de verantwoording die tot belangrijke verschillen in presentatie en balansverhoudingen kunnen leiden. Deze twee methoden zijn proportionele consolidatie en de equitymethode (enigszins vergelijkbaar met de nettovermogenswaardemethode in Nederland). De IASB heeft een *exposure draft* Joint Arrangements gepubliceerd, waarbij de board de bestaande keuze wil terugbrengen tot een verplichte toepassing van de equitymethode. Hoewel deze wijziging onder normale omstandigheden geen effect heeft op resultaat, *other comprehensive income* (OCI) of eigen vermogen, betekent het voor ondernemingen die op dit moment proportioneel consolideren een belangrijke wijzi-

Tabel 6 Effecten afschaffing proportionele consolidatie (N=16)

Effect	Laagste	Mediaan	Hoogste
Stijging eigen vermogen/totaalvermogen in absolute basispunten (1 basispunt is 0,01%)	0	161	943
Relatieve stijging verhouding eigen vermogen/totaalvermogen in procenten	0%	4,23%	32,33%
Mutatie brutobaten in procenten	-0,41%	-7,04%	-36,15%

ging van de balansverhoudingen en omvang van de omzet. De verwachting is dat de IASB begin 2011 een definitieve standaard zal uitvaardigen. Het is op dit moment nog niet bekend vanaf welk boekjaar deze gewijzigde standaard van toepassing zal worden verklaard.

Een en ander is aanleiding om te onderzoeken wat het effect is van de verwachte standaard op de praktijk van de financiële verslaggeving door vastgoedbeleggers. Wij zullen ons daarbij beperken tot joint ventures in de vorm van vennootschappen (jointly controlled entities), hierna kortheidshalve aangeduid met 'joint ventures'.

Er zijn dertig (68%) van de 44 ondernemingen die melding maken van joint ventures, of althans de grondslag vermelden voor verwerking. Daarvan gebruiken negentien ondernemingen (63%) proportionele consolidatie en elf (37%) de equitymethode. Dit betekent dat bijna tweederde deel van de ondernemingen met joint ventures de grondslag zal moeten wijzigen.

Wij zijn nagegaan wat het effect op de omzet en de verhouding eigen/vreemd vermogen is van die ondernemingen die proportioneel consolideren indien deze zouden overgaan naar de equitymethode. Van de negentien ondernemingen die proportionele consolidatie toepassen, gaven zestien aan welke financiële effecten proportionele consolidatie had door het verschaffen van het aandeel in de activa en passiva alsmede baten en lasten dat uit joint ventures werd meegeconsolideerd. Dit biedt de mogelijkheid om voor deze zestien ondernemingen na te gaan wat het effect op brutobaten (omzet) en op de verhouding eigen/vreemd vermogen is. Het gaat daarbij in alle gevallen om een vermindering van de omzet alsmede om een verbetering van de solvabiliteit. In tabel 6 worden de resultaten weergegeven.

Opvallend is dat de effecten op de balansverhoudingen en brutobaten niet alleen sterk uiteenlopen, maar voor sommige ondernemingen zeer significant zijn. Een voorbeeld van een onderneming die in één overzicht de financiële effecten per joint venture laat zien, is Hammerson Plc (figuur 4).

7 Non-GAAP Measures (EPRA)

De Europese koepel voor de vastgoedsector, EPRA, heeft in oktober 2010 zogenaamde Best Practice Recommendations (2010a) uitgegeven, waarin zij onder meer alternatieve prestatie maatstaven beschrijft waarvan wordt aanbevolen om deze in de financiële verslaggeving op te nemen. De reden dat EPRA deze 'Best Practice Recommendations' heeft opgesteld, is om de transparantie van de financiële verslaggeving te vergroten, deze meer te uniformeren en om de vergelijkbaarheid van de jaarrekeningen te vergroten. Door middel van aanbevelingen wordt richting gegeven aan bedrijfstakspecifieke aspecten en keuzes in de financiële verslaggeving, alsmede welke specifieke informatie in de financiële verslaggeving aanvullend wordt opgenomen. Een aantal van deze alternatieve prestatie maatstaven uit de EPRA Best Practice Recommendations hebben we hierna opgenomen.

Uit een recent uitgevoerd Annual Report Survey van EPRA (2010b) blijkt dat steeds meer ondernemingen de Best Practice Recommendations, waaronder alternatieve prestatie maatstaven, in hun jaarrekening opnemen, zoals winst per aandeel, EPRA net asset value (NAV, ook wel intrinsieke waarde genoemd) en de EPRA triple NAV (voor uitleg zie hierna). Uit dit onderzoek blijkt verder dat de EPRA NAV en de EPRA triple NAV in meer jaarrekeningen dan in jaarrekeningen uit voorgaande jaren worden opgenomen. Voor de winst per aandeel neemt dit iets af over de jaren. De reden voor het opnemen van de alternatieve prestatie maatstaven naast de informatie die al onder IFRS of andere Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) moet worden opgenomen is, dat de informatie op basis van IFRS of een andere GAAP niet de juiste informatie oplevert voor de gebruiker van de jaarrekening in de vastgoedsector. In het onderhavige onderzoek is gekeken naar de volgende alternatieve prestatie maatstaven:

- Direct en indirect resultaat

Onder direct resultaat wordt verstaan: het resultaat op basis van de jaarlijkse huurinkomsten minus de exploitatiekosten van het onroerend goed. De belangrijkste exploitatiekosten zijn interestlasten, onderhoudskosten, onroerendezaakbelasting, heffingen, verzekeringspremies, beheerkosten en overige kosten. Onder het indirect resultaat wordt verstaan: het resultaat dat met name door gerealiseerde en ongerealiseerde waardeinstijgingen van de portefeuille wordt behaald.

- 'Like-for-like growth'

De 'like-for-like growth' (de groei die wordt gerealiseerd door de onderneming zelf, dus zonder overnames of afstoting) geeft de groei in huurinkomsten weer die wordt gegenereerd door de onderneming, anders dan door middel van acquisities en afstotingen, en betreft met andere woorden de organische groei van de onderneming.

Figuur 4 Hammerson Plc (2009/10, p. 90)**14 Joint Ventures Continued****Income Statements for the year ended 31 December 2009**

	Brent Cross ¹ £m	Bristol Alliance Limited Partnership £m	Bull Ring Limited Partnership £m	Oracle Limited Partnership £m	Queensgate Limited Partnership £m	Highcross Limited Partnership £m	West Quay Limited Partnership £m	Retail Property Holdings Limited ² £m	Other £m	Total 2009 £m
Net rental income	16,7	13,6	13,9	11,2	7,1	11,3	12,1	0,2	6,0	92,1
Administration expenses	-	(0,2)	(0,1)	-	(0,1)	-	-	-	(0,2)	(0,6)
Operating profit before other net losses	16,7	13,4	13,8	11,2	7,0	11,3	12,1	0,2	5,8	91,5
Other net losses	(28,6)	(24,4)	4,1	(10,9)	(24,5)	(29,7)	(14,9)	-	(28,4)	(157,3)
Net finance costs	-	(0,4)	-	0,1	-	-	(0,2)	-	(2,4)	(2,9)
Loss before tax	(11,9)	(11,4)	17,9	0,4	(17,5)	(18,4)	(3,0)	0,2	(25,0)	(68,7)

Balance sheets as at 31 December 2009

	Brent Cross ¹ £m	Bristol Alliance Limited Partnership £m	Bull Ring Limited Partnership £m	Oracle Limited Partnership £m	Queensgate Limited Partnership £m	Highcross Limited Partnership £m	West Quay Limited Partnership £m	Retail Property Holdings Limited ² £m	Other £m	Total 2009 £m
Non-current assets										
Investment and development properties at valuation	293,5	269,3	233,5	208,3	100,0	253,5	198,2	151,5	172,9	1880,7
Interests in leasehold properties	-	7,3	-	-	-	-	2,1	-	0,5	9,9
	293,5	276,6	233,5	208,3	100,0	253,5	200,3	151,5	173,4	1890,6
Current assets										
Other current assets	6,4	3,2	1,6	0,5	1,1	1,7	0,3	0,3	4,3	19,4
Cash and deposits	2,6	4,4	5,1	3,6	4,7	2,8	4,7	3,5	5,5	36,9
	9,0	7,6	6,7	4,1	5,8	4,5	5,0	3,8	9,8	56,3
Current liabilities										
Borrowings	-	-	-	-	-	-	-	-	(62,9)	(62,9)
Other liabilities	(11,4)	(10,3)	(4,9)	(3,2)	(1,1)	(6,2)	(4,2)	(4,3)	(6,3)	(51,9)
	(11,4)	(10,3)	(4,9)	(3,2)	(1,1)	(6,2)	(4,2)	(4,3)	(69,2)	(114,8)
Non-current liabilities										
Other liabilities	-	(7,3)	-	-	-	-	(2,1)	-	(0,5)	(9,9)
	-	(7,3)	-	-	-	-	(2,1)	-	(0,5)	(9,9)
Net assets	291,1	266,6	235,3	209,2	104,7	251,8	199,0	151,0	113,5	1822,2

- EPRA NAV en triple NAV

De NAV, ook wel de intrinsieke waarde genoemd, geeft een goede indicatie van de performance van de onderneming, in het bijzonder door deze over meerdere jaren weer te geven. Echter, de NAV op basis van IFRS of op basis van een andere GAAP geeft voor gebruikers van de jaarrekening niet de meest relevante informatie op basis van de reële waarde van de activa en verplichtingen. Het doel van de

EPRA NAV is om de reële waarde van het eigen vermogen voor de lange termijn weer te geven. Onderdelen die geen invloed hebben op de lange termijn voor de onderneming, zoals de reële waarde van derivaten en latente belastingen over de waardeveranderingen van vastgoedbeleggingen naar reële waarde, worden uitgesloten van de EPRA NAV. Onder de triple NAV, ook wel NNNAV genoemd, wordt verstaan: het eigen vermogen op basis van reële waarde,

Tabel 7 Overzicht van de alternatieve prestatie maatstaven

Land	Like-for-like growth Aantal	%	EPRA NAV Aantal	%	EPRA triple NAV Aantal	%
Italië	1	50%	1	50%	1	50%
Nederland	4	44%	4	44%	3	33%
Zwitserland	1	50%	0	0%	0	0%
Verenigd Koninkrijk	6	86%	7	100%	6	86%
Duitsland	3	50%	4	67%	3	50%
Oostenrijk	1	50%	1	50%	1	50%
Frankrijk	5	100%	1	20%	0	0%
België	0	0%	0	0%	0	0%
Cyprus	0	0%	0	0%	0	0%
Finland	0	0%	1	100%	0	0%
Griekenland	0	0%	0	0%	0	0%
Luxemburg	0	0%	1	100%	1	100%
Polen	0	0%	0	0%	0	0%
Zweden	0	0%	1	33%	1	33%
Totaal	21	48%	21	48%	16	36%

waarin worden begrepen de reële waardeveranderingen van alle materiële balansposten die nog niet tegen reële waarde zijn opgenomen. Voorbeelden van deze materiële balansposten zijn de langlopende schulden en enkele overige financiële instrumenten.

Direct en indirect resultaat

Het direct en indirect resultaat wordt in 18% van de onderzochte jaarrekeningen toegelicht (door acht, voornamelijk Nederlandse ondernemingen). In zes jaarrekeningen wordt dit in de winst- en verliesrekening gedaan en in twee jaarrekeningen in de toelichting daarop. In alle acht gevallen wordt een definitie gegeven van het direct en indirect resultaat. In zes gevallen wordt aangegeven dat het om een non-GAAP-maatstaf gaat en in alle gevallen wordt een reconciliatie gemaakt met het resultaat onder IFRS zoals opgenomen in de winst- en verliesrekening.

Like-for-like growth en EPRA NAV

De andere maatstaven die zijn onderzocht, de 'like-for-like growth' en de EPRA NAV/triple NAV, worden in meer jaarrekeningen opgenomen dan het direct en indirect resultaat. Zo wordt door 21 (48%) ondernemingen de like-for-like-groei toegelicht, door 21 (48%) ondernemingen de EPRA NAV en door zestien (36%) ondernemingen de triple NAV. Deze percentages liggen voor wat betreft de EPRA NAV in lijn met het Annual Report Survey van EPRA en voor wat betreft de triple NAV iets hoger dan dat in het Annual Report Survey van EPRA. Opvallend is dat de like-for-like-groei wordt toegelicht in alle Franse jaarrekeningen en in bijna alle Engelse jaarrekeningen die zijn onderzocht (zoals blijkt uit tabel 7), terwijl de EPRA NAV in

alle onderzochte Engelse jaarrekeningen is opgenomen. Ook is de EPRA NAV opgenomen in de Luxemburgse en Finse jaarrekeningen, maar omdat dit slechts één jaarrekening betreft voor elk van deze landen, kan hieruit geen conclusie worden getrokken voor alle Luxemburgse en Finse jaarrekeningen. De triple NAV wordt minder toegelicht dan de EPRA NAV. Verder valt op dat de EPRA NAV voor alle ondernemingen wordt toegelicht waarvoor ook de triple NAV wordt toegelicht.

De toepassing van de like-for-like-groei, de EPRA NAV en de triple NAV is opgenomen in tabel 7.

In tien jaarrekeningen is een definitie opgenomen van wat deze maatstaf inhoudt (48% van de jaarrekeningen die like-for-like-groei toelichten) en in twaalf van de jaarrekeningen waarin deze maatstaf wordt toegelicht, is een aansluiting opgenomen met de cijfers in de jaarrekening. Voor de EPRA NAV liggen deze cijfers iets hoger dan voor de like-for-like-groei (door 57% van de ondernemingen die de EPRA NAV toelichten, wordt ook een definitie gegeven en 90% van de ondernemingen geeft een aansluiting met de cijfers in de jaarrekening). Voor de triple NAV wordt door de helft van de ondernemingen die de triple NAV toelichten ook een definitie gegeven en ook 90% van de ondernemingen geeft een aansluiting met de cijfers in de jaarrekeningen.

Door een beperkt aantal ondernemingen wordt aangegeven dat het bij deze alternatieve prestatie maatstaven om non-GAAP measures gaat. De reden hiervan is dat door een aantal ondernemingen deze alternatieve prestatie maatstaven in het directieverslag worden opgenomen en niet als onderdeel van de (toelichting bij) de jaarrekening. Dit geldt in het bijzonder voor de like-for-like-groei en voor het direct en indirect resultaat.

Wordt gekeken naar andere alternatieve prestatie maatstaven, dan valt op dat in bijna alle jaarrekeningen wel één of meerdere andere alternatieve prestatie maatstaven worden gegeven, zoals *yield* (zowel per land als per pand) en de mate van leegstand. Voor deze maatstaven blijkt verder dat veelal geen definitie en ook geen referentie is opgenomen naar bijvoorbeeld EPRA. Vandaar dat vergelijkbaarheid van deze kengetallen lastig uitvoerbaar is.

8 Conclusie

In dit artikel wordt aandacht besteed aan de bedrijfstakspecifieke toepassing van IFRS voor vastgoedbeleggers, waarbij zowel wordt gekeken naar de informatie in de jaarrekening als gevolg van de kredietcrisis als naar de wijzigingen en voorgestelde wijzigingen in IFRS. Tevens is onderzocht in welke mate alternatieve prestatie maatstaven in jaarrekeningen van vastgoedbeleggers voorkomen. Opvallend is de consensus die bestaat tussen de IFRS-toepassende grote vastgoedbeleggers omtrent de te maken

keuze tussen kostprijs en reële waarde. Meer dan 90% van de vastgoedbeleggers kiest voor reële waarde. De resterende vastgoedbeleggers geven informatie over de reële waarde van de vastgoedbeleggingen in de toelichting, hetgeen uiteenloopt van een simpele vermelding in totalen tot en met een bijlage met balans en winst- en verliesrekening op basis van reële waarde. De in 2009 voor het eerst van toepassing geworden wijziging van IAS 40 waardoor vastgoedbeleggingen in ontwikkeling op dezelfde wijze moeten worden verwerkt als vastgoed in exploitatie, is een vooruitgang omdat nu eerder inzicht wordt geboden in de reële waarde van deze projecten. Voordien hoefde de reële waarde van deze vastgoedbeleggingen niet te worden verwerkt en zelfs niet toegelicht.

De kredietcrisis heeft deze sector niet onberoerd gelaten. Ook in de jaarrekeningen 2009 laat 75% van de vastgoedbeleggers die reële waarde toepassen negatieve ongerealiseerde resultaten zien en hebben twee van de drie ondernemingen die op kostprijs waarden, een bijzondere waardevermindering doorgevoerd. De belangrijkste conclusies van dit onderzoek zijn dat er nog verbeterpunten zijn ten aanzien van de toelichting op onzekerheden en risico's en de oordeelsvorming die daarbij is toegepast.

Een significant aantal ondernemingen geeft aan dat de onzekerheden omtrent de bepaling van de reële waarde van het vastgoed zijn toegenomen, echter zonder op deze onzekerheden in te gaan. Bij de vastgoedbeleggingen in ontwikkeling ontbreekt in een belangrijk aantal jaarrekeningen een toelichting op de verschillen tussen vastgoedbeleggingen in exploitatie en vastgoedbeleggingen in ontwikkeling, terwijl deze verschillende risicoprofielen hebben. Bij de toelichting op het herfinancieringsrisico worden slechts algemene bewoordingen gebruikt over de leningsvoorwaarden, zonder concreet op deze leningsvoorwaarden in te gaan.

In dit onderzoek is tevens gekeken naar een tweetal onderwerpen in de jaarrekening waarop IFRS binnenkort aangepast wordt. Het gaat om bedrijfscombinaties en de verwerking van joint ventures. In deze sector wordt veel vastgoed in afzonderlijke entiteiten per vastgoedobject gehouden. Dit betekent dat de aankoop van vastgoed vaak plaatsvindt door middel van de koop van aandelen in de entiteit waarin zich dat vastgoed bevindt. Dit roept de vraag op of het bij de aankoop van deze aandelen handelt om een bedrijfscombinatie of de aankoop van vastgoed. De verslaggeving van deze twee transacties is zeer verschillend. Geconcludeerd kan worden uit dit onderzoek dat vastgoedbeleggers nauwelijks toelichten op welke wijze het oordeel wordt geveld welke aandelentransactie als bedrijfscombinatie en welke aandelentransactie als aankoop vastgoed wordt verantwoord. Voorts geeft een analyse van de wijze waarop joint ventures zijn verantwoord aan dat het afschaffen door de International Accounting Standards Board van proportionele consolidatie van joint ventures gedreven in de vorm van een afzonderlijke entiteit, grote effecten heeft op de kengetallen in deze sector. ■

Drs. C.M. (Kees) Roozen RA is Directeur vaktechniek bij RSM Nederland BV en lid van de Sectorcommissie Banken, Beleggingsinstellingen en -ondernemingen van het NIVRA (SBB), lid van de Banks Working Party van de FEE te Brussel en lid van de werkgroep beleggingsinstellingen van de Raad voor de Jaarverslaggeving te Amsterdam.

Prof. dr. L.G. (Leo) van der Tas RA is vaktechnisch partner bij Ernst & Young Accountants LLP en hoogleraar Financiële Verslaggeving aan de Universiteit van Tilburg, lid van de IFRS Advisory Council alsmede Commissie Advies Financiële Verslaggeving van de Autoriteit Financiële Markten.

Noten

1 De auteurs danken Jeroen Breunissen (Ernst & Young), Jacco Koopman (PwC), Remco Langewouters (PwC), Marcella Mank (PwC), Marco Rooks (Ernst & Young) en Adriaan Slingerland (Ernst & Young) voor hun bijdrage aan de totstandkoming van dit artikel.

2 PwC, Are you keeping up with the pace?, IFRS Real Estate Survey, oktober 2008, London.

3 Zie hiertoe FASB, Technical Plan en ook Fair Value Reporting for investment properties under US GAAP van augustus 2010.

4 Door middel van de netto-aanvangsrendementmethode worden de marktwaarde en de kwaliteit van een vastgoedobject uitgedrukt. Het netto-aanvangsrendement geeft in procenten weer de netto-huurbrendement (huurbrendement verminderd met exploitatiekosten) in het eerste jaar van exploitatie ten opzichte van de totale investering.

5 Hoogendoorn geeft als aanvulling op IAS 40 dat een gevoeligheidsanalyse, een prognose over de ontwikkelingen in de vastgoedmarkt, een aanvangsrendement en een verval kalender van de

huurbrendement moet worden gegeven.

6 De nieuwe bepalingen zijn van kracht geworden met ingang van het boekjaar dat aanvangt vanaf 1 januari 2009. De Europese Unie heeft deze wijziging bekrachtigd op 23 januari 2009 met dezelfde toepassingsdatum.

7 E&Y, IFRS for Real Estate, Current issues and financial statements survey, January 2010, London.

Literatuur

- European Public Real Estate Association (EPRA) (2010a), *Best Practices Recommendations*, oktober; zie: www.epra.com.
- European Public Real Estate Association (EPRA) (2010b), *Annual Report Survey 2009/10, A firm foundation*; zie www.epra.com.
- Ernst & Young (2010), IFRS for Real Estate, Current issues and financial statements survey, January 2010, London.
- Ernst & Young (2008), *Goodwill hunting: Looking for property investor's missing profits*, London; zie: www.ey.com/Publication/vwLUAssets/IFRS-Goodwill_Hunting/Sfile/Goodwill%20Hunting.pdf.
- Hoogendoorn, M.N.(2010), in: Toelichting vastgoedbeleggingen in de jaarrekening van C. Mekke, *De Accountant*, november 2010.
- Hoogendoorn, M.N., G.M. van Santen en D.A.G.M Ossenblok (2004), Vastgoedbeleggingen, in: J.B. Backhuijs, R.G. Bosman en C. Camfferman (red.), *Het jaar 2003 verslagen*, (pp. 39-65), Amsterdam/Deventer: NIVRA geschriften 74, Kluwer.
- International Accounting Standards Board, Exposure Draft Fair Value Measurement (ED/2009/5), mei 2009.
- PwC Real Estate (2008a), Are you keeping up with the pace?, IFRS Real Estate Survey – Details of 2007 Results, London.
- PwC Real Estate (2008b), *Investment property and accounting for deferred tax under IAS 12*, London; www.pwc.com/en_GX/gx/investment-management-real-estate/pdf/pwc_ias12.pdf.
- PwC (2010), *PwC Manual of Accounting IFRS 2010*, London.
- PwC (2010), Fair value reporting for investment properties under US GAAP, August 2010, London.

Bijlage 1 Lijst met onderzochte ondernemingen

Onderneming	Land
Beffimo	België
Beni Stabili	Italië
British Land Company Plc	Verenigd Koninkrijk
CA Immobilien	Oostenrijk
Castellum	Zweden
Cofinimmo	België
Conwert	Oostenrijk
Corio NV	Nederland
Deutsche Annington	Duitsland
Deutsche Wohnen	Duitsland
DIC Assets	Duitsland
Dim Vastgoed	Nederland
Eurocommercial Properties	Nederland
Fabege	Zweden
Foncière des Regions	Frankrijk
GECINA	Frankrijk
Globe Trade Center	Polen
Groothandelsgebouwen	Nederland
Hammerson Plc	Verenigd Koninkrijk
Icade	Frankrijk
Immofinanz	Oostenrijk
IVG Immobilien AG	Duitsland

Klépierre	Frankrijk
Kungsleden	Zweden
LAMBA Development	Griekenland
Land Securities Plc	Verenigd Koninkrijk
Leaseinvest Real Estate	België
Liberty International plc	Verenigd Koninkrijk
Mirland	Cyprus
Nieuwe Steen Investments	Nederland
ORCO	Luxemburg
Pirelli	Italië
Prologis	Nederland
PSP Swiss Property	Zwitserland
Quintain Estates and Development	Verenigd Koninkrijk
Segro Plc	Verenigd Koninkrijk
Spazio Investments	Nederland
Sponda	Finland
Swiss Prime	Zwitserland
TAG	Duitsland
Unibail-Rodamco SE	Frankrijk
Vastned Industrial en Vastned Offices	Nederland
Wereldhave NV	Nederland
Workspace Group	Verenigd Koninkrijk