



# Het nut van een vastgoedindex voor het toezicht

*Prof. dr. P.L.C. Hilbers en dr. R.G.M. Nijskens<sup>1</sup>*

## 1 Introductie

De IPD/ROZ Vastgoedindex, een belangrijke graadmeter in de Nederlandse vastgoedmarkt, bestaat twintig jaar. Het is prijzenswaardig te noemen dat dit initiatief al in 1994 van de grond kwam; het was een belangrijke eerste stap naar meer transparantie in de vastgoedmarkt.

De index fungeert als een behulpzame maatstaf voor het welzijn van de vastgoedmarkt. De Nederlandsche Bank (DNB) heeft deze regelmatig gebruikt in haar analyses, zoals kwartaalberichten (DNB, 2009) en publicaties als het *Overzicht Financiële Stabiliteit* (2012, 2015, 2016). Sinds kort is de index ook onderdeel van de kernset van indicatoren voor financiële stabiliteit, die wordt bijgehouden op de website van DNB.<sup>2</sup>

Deze bijdrage gaat in op het belang van transparantie op de vastgoedmarkt, hoe informatie over prijzen hieraan kan bijdragen en welke rol een vastgoedindex hierin kan spelen.

---

<sup>1</sup> Prof. dr. P.L.C. Hilbers is divisiedirecteur Financiële Stabiliteit, De Nederlandsche Bank en hoogleraar Financieel Toezicht aan Nyenrode Business Universiteit.

Dr. R.G.M. Nijskens is econoom divisie Financiële Stabiliteit, De Nederlandsche Bank.

Deze bijdrage is op persoonlijke titel geschreven.

<sup>2</sup> <http://www.dnb.nl/over-dnb/taken/financiele-stabiliteit/indicatoren/krediet-leverage/index.jsp#tcm46336444>.

## 2 Het belang van transparantie in de vastgoedmarkt

Transparantie is een groot goed in elke markt. De beschikbaarheid van informatie bevordert de besluitvorming door marktparticipanten, waardoor transacties gemakkelijker tot stand komen en prijzen op de juiste manier worden bepaald. Dit geldt zeker ook voor financiële markten, waar zeer frequent gehandeld wordt, en voor vastgoedmarkten, die een lagere frequentie van transactie kennen, maar waarmee vaak grote bedragen gemoeid zijn. Om die reden maakt vastgoedadviseur JLL (Jones Lang LaSalle) tweejaarlijks een index van de transparantie van nationale vastgoedmarkten, gebaseerd op enquêtes onder beleggers, financiers, accountants en juristen (zie tabel 1). Volgens deze index heeft Nederland de op zes na meest transparante vastgoedmarkt ter wereld. Niet voor niets is Nederland een aantrekkelijke bestemming voor beleggers, na de Angelsaksische landen, die van oudsher een cultuur van transparantie op financiële markten en vastgoedmarkten kennen. Overigens is de score in de tabel samengesteld uit subscores voor beleggingsresultaten, marktfundament, genoteerde vastgoedbedrijven, regelgeving en het transactieproces. Hieruit blijkt dat met name het marktfundament, het duidelijke transactieproces en de beschikbaarheid van publiek genoteerde vastgoedbedrijven en fondsen bijdragen aan de goede score voor Nederland.

Tabel 1: JLL Global Real Estate Transparency Index (juli 2016)

Rang	Markt	Score	Rang	Markt	Score
1	Verenigd Koninkrijk	1.2	11	Singapore	1.8
2	Australië	1.3	12	Zweden	1.8
3	Canada	1.3	13	Polen	1.9
4	Verenigde Staten	1.3	14	Zwitserland	1.9
5	Frankrijk	1.3	15	Hong Kong	1.9
6	Nieuw-Zeeland	1.4	16	België	1.9
7	<b>Nederland</b>	<b>1.5</b>	17	Denemarken	1.9
8	Ierland	1.6	18	Noorwegen	2.0
9	Duitsland	1.7	19	Japan	2.0
10	Finland	1.7	20	Tsjechië	2.1

NB: een lage waarde voor de index indiceert een relatief transparante markt

Niettemin is de vastgoedmarkt doorgaans relatief intransparant en versnipperd: informatie over de markt als geheel is slechts beperkt beschikbaar en vaak niet compleet (Hilbers & Nijskens, 2016). De beschikbare informatie betreft vaak vooral de aantrekkelijkste locaties (aangeduid met A of *prime*). Dit tekort aan informatie kan zorgen voor informatieasymmetrie tussen de partijen in een vastgoedtransactie, waardoor prijsvorming

niet efficiënt tot stand komt (Füss & Ruf, 2015). Onzekerheid over de werkelijke waarde van vastgoed kan leiden tot kuddegedrag en speculatie. Ook hier is het adagium ‘locatie, locatie, locatie’ van toepassing: over vastgoed op goede locaties is vaak de meeste informatie beschikbaar, waardoor het ook lijkt dat dit vastgoed doorgaans het meest wordt verhandeld. Hierdoor trekken beleggers naar dit vastgoed, hetgeen de prijzen op deze locaties opdrijft (mogelijk tot boven de fundamentele waarde) en kan leiden tot zeepbellen. Daarnaast hebben beleggers een motief om zich te specialiseren in een specifieke locatie, zodat ze hier informatievoordelen kunnen benutten (Berkhout, 2012). Tot slot is de markt cyclisch: prijzen van vastgoed worden vaak gedreven door de beschikbaarheid van bankfinanciering, die weer afhangt van de (soms intransparante) onderpandwaarde. Als deze waarde sterk fluctueert door de vorming van zeepbellen, die meestal ook weer een keer knappen, kan dit leiden tot risico’s voor de financiële stabiliteit.

### Acties DNB en ECB

In 2012 schreef DNB in haar *Overzicht Financiële Stabiliteit* (OFS) over de ontwikkelingen in de vastgoedmarkt (DNB, 2012). Hierin bracht zij nieuwe informatie over de kwaliteit van vastgoedleningen van banken naar buiten. Zo bleek ongeveer zes procent van de leningen niet-presterend, waardoor banken substantiële voorzieningen moesten nemen. Ook signaleerde zij zwakheden in het onderpand: een kwart van de huurcontracten liep binnen drie jaar af, en een waardedaling van het onderpand (en dus een stijging van de *Loan to Value*, LTV) bleek significant samen te hangen met het risico op wanbetaling van de lening. Tot slot bleek dat de helft van de taxaties meer dan één jaar oud was en tien procent hiervan zelfs meer dan drie jaar oud. Ter illustratie: de huidige bancaire regulering in Europa schrijft voor dat panden minstens iedere drie jaar worden getaxeerd door een onafhankelijke taxateur en vaker als daartoe aanleiding is.<sup>3</sup>

Naar aanleiding van deze inzichten hebben DNB, en daarna de ECB, in 2013 een uitgebreid boekenonderzoek (*asset quality review*, AQR) uitgevoerd naar de vastgoedportefeuilles van de drie grootbanken ING, Rabobank en ABN Amro. Deze onderzoeken wezen uit dat veel taxaties onder de maat waren en ook dat de voorzieningen en kapitaalniveaus voor deze portefeuilles niet hoog genoeg waren. Deze zijn dus substantieel verhoogd. De onderzoeken hebben bijgedragen aan herstel van vertrouwen in banken, waardoor de daling van bancaire financiering werd gestuit. De balansonderzoeken door DNB en ECB, die transparantie brachten, waren daarmee belangrijk voor het functioneren van de markt.

<sup>3</sup> Zie artikelen 208 en 229 van de *Regulation (EU) No 575/2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms*, ook wel bekend als de Capital Requirements Regulation.

Deze bevindingen hebben geleid tot verhoogde aandacht voor transparantie in de vastgoedmarkt, specifiek rond waarderingsprocessen. DNB heeft in haar OFS van najaar 2012 gepleit voor frequente, realistische en onafhankelijke taxaties, omdat die cruciaal zijn voor het behoud van vertrouwen in de waarde van commercieel vastgoed (DNB, 2012). In geval van het vermoeden van waardedaling moet onderpand jaarlijks worden getaxeerd. Zonder goede waarderings- en transparantie over onderliggende veronderstellingen aangaande verwachte huurprijzen zal gebrek aan vertrouwen in de kwaliteit van vastgoedactiva het vertrouwen in balansen van banken kunnen ondermijnen. Ook de Autoriteit Financiële Markten (AFM) hecht aan realistische, frequente en onafhankelijke waarderings- en goede toelichtingen op de totstandkoming hiervan. Dit heeft zij onderschreven in haar rapport *Waardering van en toelichting op vastgoedbeleggingen* (AFM, 2012).

Op instigatie van zowel AFM als DNB is de afgelopen jaren dan ook regelmatig over verbetering van zelfregulering en transparantie gesproken met de vastgoedsector, met name met taxateurs. Resultaat hiervan is een aantal initiatieven die de taxatiepraktijk moeten verbeteren (zie tabel 2). Zo heeft in 2013 het Platform Taxateurs en Accountants (PTA) 28 aanbevelingen gepresenteerd om de waardering van vastgoed te verbeteren ten aanzien van onafhankelijkheid, beloning, werkmethoden en kwaliteitscontrole van taxateurs. Deze zijn inmiddels overgenomen door het nieuw opgerichte Nederlands Register Vastgoed Taxateurs (NRVT), dat als onafhankelijk instituut de kwaliteit van taxateurs en taxaties ondersteunt.

Tabel 2: Recente initiatieven vanuit de sector ter verbetering van de taxatiepraktijk

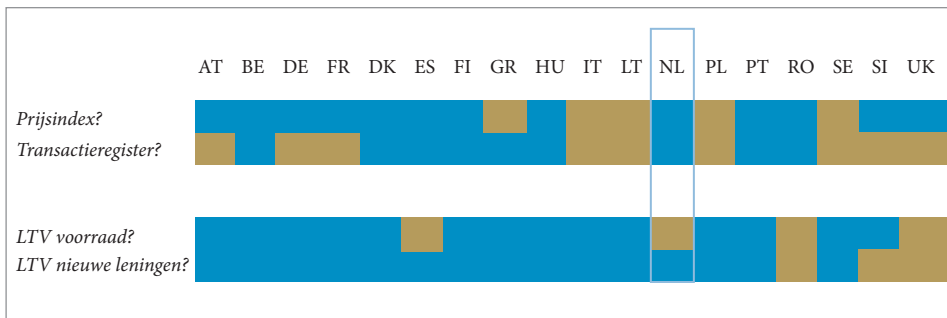
Partij	Jaar	Initiatief
Platform Taxateurs en Accountants	2013	Aanbevelingen ter verbetering van taxaties
StiVAD	2014	Transactieregister van vastgoedbeleggingen
Nederlands Register Vastgoed Taxateurs (NRVT)	2015	Register en tuchtcollege voor taxateurs

In 2012 noemde DNB ook al de mogelijke invloed van structurele ontwikkelingen in de vastgoedsector die de waarde van vastgoed op langere termijn kunnen drukken. In haar OFS van najaar 2015 ging DNB vervolgens dieper in op dit toekomstbeeld. Zij concludeerde dat voortzetting van het ingezette beleid om taxaties te verbeteren een noodzakelijke, maar niet voldoende voorwaarde is om tot prudente vastgoedwaarderingen voor financiële instellingen te komen. Taxateurs en banken dienen in toenemende mate rekening te houden met structurele trends in de waardering van vastgoed en transparantie hierover te geven.

### Naar meer transparantie in de vastgoedmarkt

Om de risico's van vastgoedfinanciering in de toekomst beter te kunnen beheersen, dient de beschikbaarheid en kwaliteit van cijfers over de vastgoedmarkt te worden verbeterd. Transparantie heeft kenmerken van een collectief goed: iedereen heeft er baat bij, maar wanneer informatie wordt vrijgegeven in de markt, is deze meteen vrij beschikbaar voor iedereen. Hierdoor voelen weinig partijen zich geroepen om uit eigen beweging informatie naar buiten te brengen (zonder hiervoor adequaat gecompenseerd te worden), maar is vaak ook niemand bereid voldoende te betalen voor deze informatie. Er bestaat dus een coördinatieprobleem en het is een taak van publieke autoriteiten om in dergelijke omstandigheden transparantie te stimuleren. DNB beval al in het OFS van najaar 2012 aan dat financiële instellingen gedetailleerde gegevens over hun vastgoedportefeuilles centraal bijhouden; niet alleen voor hun eigen risicomanagement, maar ook om de rapportage aan de toezichthouder te vergemakkelijken. Daarnaast heeft DNB herhaaldelijk opgeroepen tot meer transparantie over de gehele markt (DNB, 2015, 2016).

Recent heeft ook de Europese Raad voor Systemrisico (ESRB) in een rapport aandacht geschonken aan het gebrek aan data over de vastgoedmarkt (ESRB, 2015). In dit rapport wordt aanbevolen bepaalde sleutelvariabelen op nationaal niveau beschikbaar te maken. Deze variabelen zijn bijvoorbeeld prijzen, transacties, de blootstelling van financiële instellingen op vastgoed, de Loan to Value-ratio (LTV) en de Interest Coverage Ratio van leningen (de mate waarin debiteuren in staat zijn hun renteverplichtingen te voldoen uit lopende inkomsten). Dit moet zodanig gebeuren dat deze variabelen ook tussen landen vergelijkbaar zijn. Hierin is evenwel nog een lange weg te gaan, zoals figuur 1 laat zien: nog maar weinig landen beschikten in 2015 over een officiële prijsindex of een transactieregister (ook Nederland niet).



Figuur 1: Beperkte databeschikbaarheid voor belangrijke kenmerken vastgoedmarkt

Blauw: geen informatie beschikbaar. Geel: wel informatie beschikbaar

Bron: ESRB, 2016

In de huizenmarkt daarentegen is de afgelopen jaren een duidelijke verbetering in de databeschikbaarheid geweest. Zo houdt de Bank for International Settlements (BIS) lange reeksen van huizenprijzen bij voor een grote groep landen, hierbij gesteund door centrale banken en statistiekbureaus van deze landen. Het IMF heeft haar Global Housing Watch, waarin zij naast huizenprijzen ook hypotheekgroei en maatstaven als de prijs-huurratio bijhoudt. In Nederland onderhoudt het CBS een databank met huizenprijzen per provincie (de Prijsindex Bestaande Koopwoningen) en de NVM zelfs per gemeente. De NVM en het Kadaster registreren het aantal transacties, waarbij het Kadaster deze per provincie publiceert. Tot slot beschikt DNB sinds enige tijd over gedetailleerde toezichtdata over een groot deel van de woninghypotheken die in Nederland verstrekt zijn, op leningniveau. Deze data worden beschreven in een recent rapport (Mastrogiacommo & Van der Molen, 2015). Dergelijke data zijn onontbeerlijk om dwarsverbanden te kunnen leggen tussen de verschillende kenmerken van hypotheeken.

De huizenmarkt en de markt voor commercieel vastgoed verschillen echter op een aantal specifieke kenmerken, zoals onderstaande tabel 3 laat zien. Huizenkopers, vaak consumenten, gaan zelf in hun huis wonen; commerciële panden zijn bedoeld om te verhuren. Daarnaast is de markt voor (financiering van) commercieel vastgoed vaak veel internationaler dan de huizenmarkt. Tot slot zien we dat dataproblemen, internationale (on)vergelijkbaarheid, intransparantie en heterogeniteit een veel grotere rol spelen in de commercieel-vastgoedmarkt.

Tabel 3: Huizenmarkt versus commercieel-vastgoedmarkt (financiële aspecten)

	Huizenmarkt	Commercieel vastgoed
Doel investeerder	Voor eigen gebruik of voor huurinkomsten ( <i>buy to let</i> )	Alleen voor huurinkomsten
Marktpartijen (financiers)	Meestal domineren binnenlandse banken de markt, soms ook verzekeraars/pensioenfondsen	Belangrijke rol voor buitenlandse banken en beleggers
Risico op wanbetaling	Relatief laag (eigen gebruik, meer liquide en minder volatiele markt), met name in Nederland	Relatief hoog (commercieel gebruik, minder liquide en meer volatiele markt)
Definities en data	Relatief weinig definitie- en dataproblemen	Geen algemene definities van sleutelvariabelen. Serieuze problemen met databeschikbaarheid en -vergelijkbaarheid
Complexiteit en transparantie	Relatief simpele, transparante en homogene markt; leent zich voor standaardisering	Complexe, vaak ondoorzichtige en heterogene markt; problemen met risicomanagement

Bron: ESRB (2016), bewerking DNB

Wat is er dan nodig voor meer transparantie? Natuurlijk dient DNB als toezichthouder zelf voldoende zicht op de markt en de financiers te hebben. Zij heeft zicht op banken, verzekeraars, pensioenfondsen en beleggingsfondsen blootgesteld aan vastgoed (maar niet op ongereguleerde partijen in de zogenoemde schaduwbanksector). In haar toezichtpraktijk werkt zij aan het verbeteren van deze informatie. Zo zal DNB op reguliere basis meer informatie verzamelen over de markt, bijvoorbeeld door gedetailleerde data over vastgoedleningen op te vragen van Nederlandse banken. Daartoe maakt DNB gebruik van haar bevoegdheid om gegevens op te vragen ter bevordering van de financiële stabiliteit (DNB, 2016). In 2015 is door middel van een wijziging van de Bankwet bepaald dat DNB voor het uitvoeren van haar taken, waaronder het bevorderen van de financiële stabiliteit, bevoegd is gegevens op te vragen bij rijksdiensten, zelfstandige bestuursorganen en overheidsbedrijven. Als deze instellingen niet de benodigde gegevens kunnen aanleveren, kan DNB ook private ondernemingen, instellingen en rechtspersonen bevragen.<sup>4</sup>

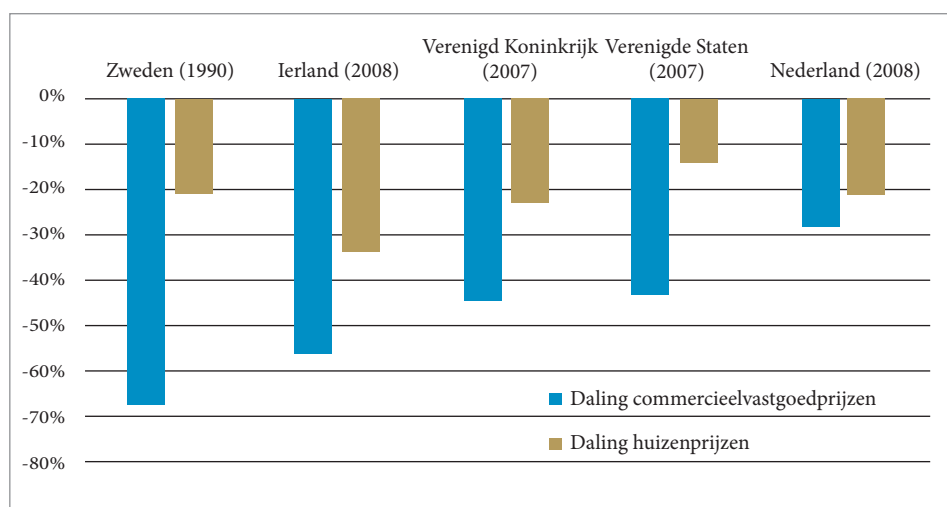
Daarnaast kan meer openheid over transacties, waarderingen en financiering van panden bijdragen aan meer transparantie. Het CBS heeft helaas geen volledig beeld van de markt: het bureau heeft informatie over bouwactiviteiten en de waarde van gebouwen in Nederland, maar niet over transacties. PropertyNL verzamelt gegevens over transacties, maar niet over bestaande portefeuilles. Recentelijk hebben onder andere het NRVT, en het StiVAD in samenwerking met het Kadaster enkele nuttige initiatieven ontplooid om de transparantie over transacties te vergroten (zie tabel 2). Niettemin is deze informatie nog steeds erg versnipperd. Momenteel verzamelen diverse partijen actief de beschikbare vastgoeddata uit openbare registers en ontsluiten deze gegevens voor gebruikers via digitale databanken. Een transactieregister op eigen initiatief van de vastgoedsector zou hieraan een belangrijk complement zijn.

Tot slot ontbreekt een prijsindex op nationaal niveau. Het CBS heeft deze wel voor koopwoningen, maar nog niet voor commercieel onroerend goed. In de sector zelf is ook nog geen bron die de markt voldoende dekt. MSCI IPD houdt bijvoorbeeld prijzen en waarden bij van commercieel vastgoed in Nederland, maar dekt slechts zo'n 35% van de markt. Zoals wij in de volgende paragraaf zullen betogen, kan een landelijk dekkende prijsindex nuttig zijn voor toezicht op de vastgoedsector en de financiële stabiliteit in Nederland.

<sup>4</sup> Zie art. 9d Bankwet 1998, <http://wetten.overheid.nl/BWBR0009508/2015-11-26>.

### 3 Nut van een representatieve vastgoedindex voor toezicht en financiële stabiliteit

Om de ontwikkelingen op de vastgoedmarkt goed te kunnen monitoren, is informatie over prijzen onontbeerlijk. Prijzen vatten tenslotte de marktontwikkelingen samen en zijn een indicator voor de toestand van de markt. Voor de financiële stabiliteit zijn deze gegevens van belang, omdat prijzen in een crisis vaak hard kunnen dalen. Figuur 2 laat zien dat huizenprijzen, maar vooral prijzen van commercieel vastgoed, in financiële crises vaak grote schokken te verduren krijgen. Overigens worden deze dalingen vaak voorafgegaan door sterke prijsstijgingen.



*Figuur 2: Prijsbewegingen in commercieel vastgoed vaak heviger dan in huizenmarkt (daling van de piek van het prijsniveau tot het dal; crisisjaar tussen haakjes). Bron: MSCI IPD, Hilbers & Nijskens (2016), Laeven & Valencia (2012)*

Toezichthouders kunnen aan prijzen in de vastgoedmarkt dus een houvast hebben in de beoordeling van risico's voor financiële instellingen. In eerste instantie geven deze aan of er in de vastgoedmarkt, of bepaalde delen ervan, wellicht onevenwichtigheden ontstaan. Dit kan voor toezichthouders een signaal zijn om dieper in de vastgoedportefeuilles te duiken (zoals DNB en ECB een aantal jaren geleden hebben gedaan bij Nederlandse banken) en waar nodig toezichtmaatregelen te nemen. Het is dus belangrijk om prijsontwikkelingen in detail te kunnen volgen. Zoals eerder betoogd is transparantie over prijzen in feite een publiek goed, zoals ook de Prijsindex Bestaande Koopwoningen van het CBS. De Vastgoedindex komt een eind in deze richting, omdat deze index publiekelijk

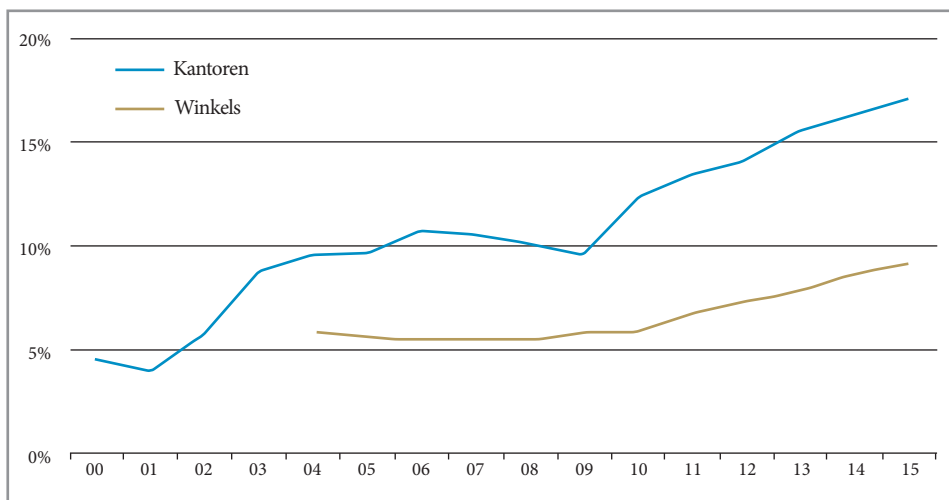


beschikbaar is. Dit laat echter onverlet dat de index nog verbeterd kan worden; daarover later meer.

### Behoeftte aan details

De huidige ontwikkelingen in de vastgoedmarkt laten een tweedeling zien tussen vastgoed dat aantrekkelijk is voor beleggers en vastgoed op minder aantrekkelijke locaties. Momenteel stimuleert de lage rente de vraag naar vastgoed als belegging (*search for yield*), waardoor veel kapitaal naar Nederland stroomt, en dan vooral naar de Randstad. De prijzen van vastgoed op deze locaties stijgen daardoor al enige tijd (DNB, 2016). Dit maskeert echter de tweedeling in de vastgoedmarkt: op minder aantrekkelijke locaties dalen de prijzen namelijk nog steeds.

Dit hangt samen met structurele risico's, zoals DNB signaleerde in haar *Overzicht Financiële Stabiliteit* (OFS) van najaar 2015: ontwikkelingen als efficiënter ruimtegebruik en de groei van internetwinkels kunnen zorgen voor een permanent lagere vraag naar vastgoed. Dit kan leiden tot een toename van de leegstand, die al historisch hoog is (figuur 3). Op sommige B- en C-locaties lopen leegstandpercentages echter op tot 40% voor kantoren en 20% voor winkels. De kantorenmarkt kent bovendien verborgen leegstand, die niet in deze officiële leegstandcijfers tot uitdrukking komt. Het gaat vooral om panden waarop nog wel een huurcontract rust, maar die niet meer of slechts gedeeltelijk in gebruik zijn. Uiteindelijk kunnen de prijzen van vastgoed hierdoor structureel dalen.



Figuur 3: Leegstand kantoren en winkels stijgt al enige tijd. Bron: Planbureau voor de Leefomgeving

In het OFS van najaar 2015 worden ook scenarioanalyses beschreven, die het effect van deze structurele ontwikkelingen verder duiden. Met behulp van een model en een dataset die het overgrote deel van de Nederlandse kantoren- en winkelmarkt dekt, is in samenwerking met GeoPhy een macro-economische analyse uitgevoerd. Hierin wordt gekeken naar het effect van een permanente daling van het ruimtegebruik en een sterke toename van internetverkopen.<sup>5</sup>

De bepalende factor voor de vraagontwikkeling op de kantorenmarkt is het ruimtegebruik per kantoormedewerker. Een daling van het ruimtegebruik van (naar schatting) momenteel 16 m<sup>2</sup> naar 14 m<sup>2</sup> leidt in de analyse tot een stijging van de leegstand met 7 procentpunt in 2030. Hoewel de leegstand in dit scenario vrijwel overall toeneemt, is de stijging het hoogst op B- en C-kantoorlocaties in de Randstad; een heterogene ontwikkeling. In een strenger scenario (12 m<sup>2</sup> per medewerker in 2030) wordt de heterogeniteit nog verder uitvergroot.

Voor de vraagontwikkeling op de winkelmarkt is de populariteit van internetverkopen van belang; momenteel bedraagt het aandeel hiervan in de detailhandel circa 10%. Wanneer dit aandeel stijgt naar 25% in 2030, zien we dat bijna de helft van de winkeliers te maken krijgt met een omzetsdaling, waardoor ze problemen zouden kunnen krijgen met het betalen van de huur. Ook hier zien we een heteroog effect: verdere concentratie van traditionele winkelverkopen in hoofdstraten en grote winkelcentra, die zich vooral in grotere steden bevinden. Kleinere steden in de periferie kunnen sterk worden geraakt door winkelleegstand.

De resultaten van deze scenarioanalyses laten zien dat structurele ontwikkelingen een zeer heterogene impact kunnen hebben. Deze kan regionaal en zelfs lokaal (tussen naburige gemeenten) verschillen. Om de gevolgen van zulke ontwikkelingen voor de prijsveranderingen in vastgoed te kunnen monitoren, is het van belang dat prijzen ook op regionaal of zelfs lokaal niveau te bepalen zijn. De locatie van vastgoed is hierbij een essentiële variabele.

Ook kunnen de ontwikkelingen zeer verschillend zijn tussen verschillende typen en kwaliteitsniveaus van vastgoed. Zo zullen de bovengenoemde structurele ontwikkelingen vooral kantoren en winkels raken. Internetverkopen zijn juist goed voor be-

<sup>5</sup> Voor een toelichting op het model en een interactieve weergave zie: <http://dashboard.geophy.com/onderzoek/structureel-overschotkantorenmarkt-kaartweergave>, en <http://dashboard.geophy.com/onderzoek/Overschot-retail-kaartweergave>.

drijfsgebouwen, zoals logistiek vastgoed. Daarnaast dragen de ontwikkelingen op de woningmarkt (waaronder strengere hypotheekregels) eraan bij dat huurwoningen aantrekkelijker worden voor beleggers. Kwaliteitsdifferentiatie wordt zichtbaar doordat kantoren, maar ook winkels, die slecht onderhouden zijn of hoge energiekosten hebben, minder waard worden of zelfs niet verkocht worden. Een prijsindex zal met deze verschillen rekening moeten houden, door expliciet de kenmerken van vastgoed mee te nemen in de berekening.

### Naar een hedonische prijsindex

Differentiatie naar deze verschillende karakteristieken vraagt om een specifieke benadering van de samenstelling van een vastgoedprijsindex, die rekening houdt met de kenmerken van vastgoed. In de literatuur zijn verschillende modellen in gebruik die hiervoor geschikt kunnen zijn. Voor een gedetailleerde uiteenzetting over deze modellen zie Hill (2011), over de woningmarkt, en Geltner (2014), over de markt voor commercieel vastgoed. Tabel 4 geeft een overzicht van enkele methoden waarop we nu iets dieper zullen ingaan.

Tabel 4: Vergelijking van verschillende methoden voor de constructie van prijsindices

	Repeat sales	Hedonisch	Hybride
Kwaliteitsveranderingen meegenomen?	Vrijwel niet	Direct	Indirect
Databehoefte?	Alleen data over transacties	Veel gedetailleerde data	Data over transacties en waarderingen
Datagebruik?	Veel blijft ongebruikt	Alle data worden gebruikt	Alle data worden gebruikt
Voorbeelden	Land Register (VK), Kadaster (NL)	vdpResearch (DE), Statistiekbureaus (FR, SE, NO, FI)	CBS-huizenprijsindex, MSCI IPD

NB: vdpResearch is het onderzoeksbureau van het Verband Deutscher Pfandbriefbanken

Ten eerste is er de zogenoemde *repeat sales*-methode. Deze gebruikt voor de schatting van prijzen alleen vastgoedobjecten die minstens tweemaal verkocht zijn in de dataset. Hierdoor is het mogelijk om rekening te houden met het bouwjaar van een object, de locatie en andere relatief tijdsinvariante kenmerken. De methode vergelijkt immers hetzelfde object over de tijd. Hierdoor wordt een meer ‘pure’ prijsverandering, als gevolg van vraag en aanbod, gemeten. Een nadeel van deze methode is dat een hoop observaties niet worden meegenomen: panden die slechts eenmaal voorkomen in de set met transacties kunnen niet worden gebruikt. Hierdoor treedt een selectie-effect op en is het

aantal transacties vaak beperkt, wat dit selectie-effect vergroot en de prijsindex gevoelig maakt voor uitschieters. Ook is het mogelijk dat de kwaliteit van het object verandert tussen twee transacties, vooral als hiertussen veel tijd verstrijkt. Niettemin wordt deze methode vaak gebruikt, omdat ze technisch relatief eenvoudig is. Het Kadaster heeft deze methode lang gebruikt en ook bijvoorbeeld in het VK is deze nog gangbaar voor sommige indices.

Een meer geavanceerde methode is de zogenoemde hedonische methode. Kort gezegd houdt deze rekening met de inherente heterogeniteit van vastgoed. Deze methode schat namelijk, door middel van regressie, een relatie tussen de prijs en specifieke kenmerken als vloeroppervlak, leeftijd, staat van onderhoud, hoogte van de huur en natuurlijk locatie. Hierdoor wordt ook rekening gehouden met veranderingen in de tijd. Het grote voordeel van deze methode is dat de resulterende prijsindex een 'pure' is, bepaald door vraag en aanbod, zonder vertekening door kwaliteitskenmerken. Ook kan de methode prijzen bepalen voor vastgoed dat niet verhandeld wordt: de beschikbare steekproef bestaat dus uit alle gebouwen, niet alleen de objecten die verkocht zijn in een bepaalde periode. Naast het opstellen van een prijsindex kan de hedonische methode ook gebruikt worden om de 'schaduwprijs' van bepaalde karakteristieken te schatten. Zo kan met behulp van een dergelijk model worden bepaald hoe de leeftijd van een object, de staat van onderhoud of de locatie de prijs beïnvloeden.

Hoewel deze methode voor woningen al relatief gangbaar is – in de jaren 70 werd de eerste index met deze methode gemaakt – is deze voor commercieel vastgoed nog nieuw. Dit heeft te maken met een gebrek aan data over vastgoedtransacties, maar ook met de grotere heterogeniteit hiervan. Recent zijn er wel enkele onderzoeken gedaan naar de mogelijkheid om transactiedata te gebruiken voor het maken van een prijsindex. Zo laten Francke, Van Gool & Van de Minne (2014) zien dat het mogelijk is een hedonische prijsindex te construeren op basis van StiVAD-data voor Nederland. Hun resultaten indiceren dat de Vastgoedindex de transactiepreisen overschat. Zij geven wel als kanttekening dat de steekproef met 354 observaties nog erg klein is, waardoor de resultaten als experimenteel moeten worden beschouwd. Özyurt (2014) laat zien, met data van MSCI IPD, dat locatie (en dan vooral de nabijheid van gelijksoortige objecten) een grote rol speelt in de prijsvorming, vooral van kantoren. Ook relatieve nieuwkomers als Calcasa en GeoPhy, die gebruikmaken van *big data*, gebruiken hedonische methoden om schattingen te maken van prijzen.

De karakteristieken van objecten zijn niet altijd voorhanden, maar taxaties vaak wel. In dat geval wordt een hybride methode gehanteerd: een taxatie wordt dan gezien als een

*catch-all*-variabele die de waarde van alle karakteristieken samenvat. Deze kan dan weer worden gebruikt om de prijzen van objecten te schatten die niet verkocht zijn. In Nederland wordt hiervoor vaak de WOZ-waarde genomen. Het CBS gebruikt deze methode bijvoorbeeld voor de Prijsindex Bestaande Koopwoningen. Deze zogenoemde Sales Price Appraisal Ratio vergelijkt de transactieprijs van een woning met de WOZ-waarde van dezelfde woning. Hierdoor houdt zij op een indirecte manier rekening met kwaliteitskenmerken. MSCI IPD gebruikt een vergelijkbare methode om, naast de vastgoedindex op basis van waarderingen, een alternatieve prijsindex te maken op basis van transactiedata (MSCI, 2014). Deze kan de werkelijke prijsverandering in de markt beter benaderen en is een goed alternatief voor de hedonische methode. Als de data over karakteristieken beschikbaar zijn, is een volledige hedonische aanpak echter meestal wel accurater.

#### 4 Slotopmerkingen

De Vastgoedindex is ontstaan als *performance tracker*: hij meet de waarde van vastgoed in een bepaalde, relatief constante portefeuille. Recent wordt deze index echter ook steeds meer als prijsindex voor de vastgoedmarkt gebruikt, zeker nu MSCI IPD ook een variant ontwikkelt die rekening houdt met transacties. Dit betekent dat de (impliciet) gestelde kwaliteitseisen aan de index ook steeds hoger worden.

De index voldoet al deels aan de behoefte: hij brengt al geruime tijd (twintig jaar) transparantie in een markt die hieraan behoefte heeft, en is hierdoor gezaghebbend in de markt. Dit geldt niet alleen voor de Nederlandse versie. Ook internationaal worden de indices van MSCI IPD gewaardeerd, onder andere getuige de samenwerking tussen IPD en de Europese Centrale Bank op dit gebied. Naast het samenstellen van de index wordt ook steeds meer onderzoek gedaan naar de onderliggende oorzaken van waardeveranderingen.

Desondanks kan de index nog verbeterd worden, zeker vergeleken met de indices voor de huizenmarkt. Huizenprijsindices, zoals die van het CBS, dekken heel Nederland en houden vaak ook indirect rekening met kwaliteitskenmerken van huizen. De index bevat nu informatie over vastgoed met een waarde van 35 miljard euro. Volgens schattingen van MSCI is dit slechts zo'n 30% van de totale markt voor professioneel beheerd commercieel vastgoed in Nederland.<sup>6</sup> Dit is inherent aan het doel van de index en de samen-

<sup>6</sup> Deze markt bevat voornamelijk beleggingen van grote institutionele partijen; kleine investeringen en die van particulieren worden niet meegenomen.

stellers ervan, maar om gezaghebbend te blijven in de toekomst zou uitbreiding van de dekking een significante stap vooruit betekenen.

Maar de echte kwaliteitswinst ligt in de details. Een substantiële verbeteringsslag kan worden bereikt door de index uit te splitsen naar meerdere regio's en door expliciet rekening te houden met de kwaliteitskenmerken van vastgoed. De locatie van vastgoed speelt hierbij een grote rol. Als gegevens over deze kenmerken beschikbaar zijn (bijvoorbeeld via het Kadaster), kunnen hedonische prijsmodellen deze benutten om een prijsindex voor vastgoed te schatten. Deze houdt dan expliciet rekening met de inherente heterogeniteit van commercieel onroerend goed.

Kortom, het is zonder meer de moeite waard om de bestaande index verder te blijven ontwikkelen, in termen van zowel dekking en representativiteit als kwaliteit. Wij zijn blij met de initiatieven die hiertoe ondernomen worden, omdat deze de transparantie van de Nederlandse vastgoedmarkt verder kunnen vergroten. Ze ondersteunen daarmee de werking van de markt. Het verleden heeft immers uitgewezen dat correcte informatie over de waarde van vastgoed een belangrijk deel van het fundament onder deze markt is. Zowel de ontwikkeling van de economie als de financiële stabiliteit zijn hierbij gebaat.

## Bronnen

- AFM (2012, oktober). Waardering van en toelichting op vastgoedbeleggingen. *Toezicht financiële verslaggeving*.
- Berkhout, T.M. (2012). Commercieel vastgoed financieren in een financiële crisis. In Berkhout, T.M. & A.A. van Velten (red.), *Vastgoedfinanciering in woelige tijden*. Jubileumboek Stichting Fundatie Bachiene.
- CBS (2014). *Prijsindex Bestaande Koopwoningen, Methodebeschrijving* (<https://www.cbs.nl/NR/rdonlyres/27713B48-EDCA-49CE-8143-EB25DA462D2A/o/2014prijsindexbestaandekoopwoningenpub.pdf>).
- De Nederlandsche Bank (2009, december). *Kwartaalbericht* ([http://www.dnb.nl/en/binaries/Kwartaalbericht09\\_december\\_tcm47-226079.pdf](http://www.dnb.nl/en/binaries/Kwartaalbericht09_december_tcm47-226079.pdf)).
- De Nederlandsche Bank (2012, najaar). *Overzicht Financiële Stabiliteit* (<http://www.dnb.nl/nieuws/publicaties-dnb/overzicht-financiele-stabiliteit/>).
- De Nederlandsche Bank (2015, najaar). *Overzicht Financiële Stabiliteit* (<http://www.dnb.nl/nieuws/publicaties-dnb/overzicht-financiele-stabiliteit/>).
- De Nederlandsche Bank (2016, voorjaar). *Overzicht Financiële Stabiliteit* (<http://www.dnb.nl/nieuws/publicaties-dnb/overzicht-financiele-stabiliteit/>).

- DNBulletin (2016, 31 maart). *Meer transparantie nodig op de vastgoedmarkt* (<http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/dnbulletin-2016/dnb339655.jsp>).
- ESRB (2015, december). *Report on commercial real estate and financial stability in the EU* (<http://www.esrb.europa.eu/>).
- ESRB (2016, mei). *A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2015* (<http://www.esrb.europa.eu/>).
- Francke, M.K., P. van Gool & A.M. van de Minne (2014). Prijsindex voor commercieel vastgoed. *Real Estate Research Quarterly*, 13(4), p. 47–57.
- Füss, R. & D. Ruf (2015). Learning externalities in opaque asset markets: evidence from international commercial real estate. *University of St. Gallen School of Finance Working Paper on Finance, No. 1520*.
- Geltner, D. (2014). *Real Estate Price Indices and Price Dynamics: An Overview from an Investments Perspective*. MIT Center for Real Estate.
- Hilbers, P.L.C. & R.G.M. Nijskens (2016). Vastgoedfinanciering in Nederland na de crisis: het belang van transparantie. In Berkhout, T.M. & S.E. Bartels (red.), *Vastgoedfinanciering: klaar voor de toekomst*. Congresbundel Stichting Fundatie Bachiene.
- Hill, R. (2011). Hedonic Price Indexes for Housing. *OECD Statistics Working Papers, 01*. Parijs: OECD Publishing.
- Laeven, L. & Valencia, F. (2012). Systemic Banking Crises Database: An Update. *International Monetary Fund Working Paper No.12/163*.
- Mastrogiacomo, M. & R. van der Molen (2015). Dutch mortgages in the DNB loan level data. *Occasional Studies*, (13)4. De Nederlandsche Bank.
- MSCI (2014, juni). *IPD indexes and benchmark methodology guide* (<https://www.msci.com/documents/1296102/1378010/Index+and+Benchmark+Methodology+Guide.pdf/bfbd2637-581d-411e-bd5f-34dod2b6b9c1>).
- Özyurt, S. (2014, januari). Spatial dependence in commercial property prices: micro evidence from the Netherlands. *Working Paper Series No. 1627*.

