



Omgaan met taxatieonzekerheid in tijden van marktonrust

Brief van de commissies voor technische standaarden van de IVSC



Omgaan met taxatieonzekerheid in tijden van marktonrust

Deze brief is afkomstig van de technische commissies van de IVSC en is bedoeld als een nuttige samenvatting van de belangrijkste onderdelen van de International Valuation Standards (IVS), die van bijzonder belang kan zijn in tijden van marktonrust.

Dit document is geen standaard. Taxateurs worden verwezen naar de actuele versie van de IVS wanneer zij een taxatie uitvoeren. De IVS zijn online beschikbaar op: www.ivsonline.org of raadpleeg de [website van NRV](#) voor de Nederlandse vertaling.

Alexander Aronsohn,
IVSC Technical Standards Director

De opkomst eind 2019 van het nieuwe coronavirus, ook bekend als COVID-19, en de daaruit voortvloeiende wereldwijde pandemie hebben overal ter wereld voor grote onzekerheid gezorgd. Dit heeft onder meer geleid tot een enorme volatiliteit in de markt. Deze tijd is nog interessanter als het gaat om taxaties, aangezien taxateurs activa moeten taxeren terwijl er weinig of geen vergelijkbare gegevens beschikbaar zijn en alle markten een onzekere toekomst tegemoet gaan.

Volgens **IVS 103 Rapportage** moet in het taxatierapport een aantal zaken worden vermeld, waaronder significante onzekerheid en beperkende omstandigheden die rechtstreeks van invloed zijn op de taxatie. IVS 103, hoofdstuk 10, paragraaf 10.1 en paragraaf 10.2, luidt:

“10.1. Het is van wezenlijk belang dat het taxatierapport de informatie bevat die nodig is om een goed inzicht te krijgen in de taxatie of de taxatiebeoordeling. Een rapport moet de beoogde gebruikers een duidelijk inzicht in de taxatie bieden.

10.2. Om bruikbare informatie te bieden, moet het rapport een duidelijke en nauwkeurige beschrijving geven van de reikwijdte van de opdracht, het doel van de opdracht en het beoogde gebruik (inclusief eventuele beperkingen op dat gebruik) en moeten alle uitgangspunten, bijzondere uitgangspunten (IVS 104 Waardegrondslagen, paragraaf 200.4), significante onzekerheden en beperkende omstandigheden die rechtstreeks van invloed zijn op de taxatie in het rapport worden vermeld.”

Het doel van deze brief is aanvullende informatie te verstrekken over factoren die tot significante taxatieonzekerheid kunnen leiden, op een wijze die nuttig is voor degenen die de taxatie opstellen of erop vertrouwen. Dit artikel heeft geen betrekking op onzekerheid als gevolg van beperkingen aan de reikwijdte van het onderzoek of de informatie die voortvloeit uit de opdrachtvoorwaarden, hoewel dit onderwerp ook relevant is voor deze uitdagende tijd. Wellicht komt dit in een toekomstig perspectiefdocument van de IVSC aan de orde.

Een van de belangrijkste kwesties op het gebied van taxatieonzekerheid is dat een taxatie geen feit is, maar een schatting van de meest waarschijnlijke van een reeks mogelijke uitkomsten op basis van de uitgangspunten bij de taxatie. Marktwaarderingen zijn

schattingen van de meest waarschijnlijke prijs die zou worden betaald in een transactie op de waardepeildatum. Maar zelfs wanneer activa identiek zijn en in gelijktijdige transacties worden overgedragen, zijn er vaak fluctuaties in de overeengekomen prijzen tussen verschillende transacties waar te nemen. Deze fluctuaties kunnen het gevolg zijn van factoren zoals verschillen in de doelstellingen, kennis of motivatie van de partijen. Daarom is aan de meeste marktwaarderingen een element van onzekerheid verbonden, aangezien er zelden één enkele prijs is waarmee de waardering kan worden vergeleken.

Taxatieonzekerheid vs. marktrisico

Taxatieonzekerheid mag niet worden verward met risico. Risico is de blootstelling van de eigenaar van een actief aan potentiële toekomstige winsten of verliezen. Risico kan het gevolg zijn van verschillende factoren die van invloed zijn op het actief zelf of op de markt waarop het wordt verhandeld. Voorbeelden zijn:

- voor materiële activa een daling van de marktprijs na de datum van verwerving of taxatie;
- een daling van de verwachte toekomstige opbrengst van effecten;
- verlies van liquiditeit vergeleken met andere activa;
- hogere kosten voor het onderhouden of ontwikkelen van een actief dan verwacht;
- sterkere technische of fysieke veroudering van een actief dan verwacht.

Dergelijke risico's worden door geïnformeerde kopers/verkopers in aanmerking genomen bij hun overwegingen inzake een bod op een actief en worden afgewogen tegen de verwachte voordelen van eigendom. Risico komt zodoende gewoonlijk tot uiting in de marktprijzen.

Risico kan vaak worden gekwantificeerd. Zo kan marktrisico worden gemeten door statistische technieken toe te passen op eerdere patronen van prijsfluctuatie of door van verschillende marktscenario's uit te gaan om verschillende uitkomsten te modelleren. Technieken voor het identificeren en kwantificeren van risico's staan centraal in de verschillende methoden die worden toegepast om de bij de taxatie te hanteren disconteringsvoet te bepalen.

Risico kan worden beschouwd als een maatstaf voor toekomstige onzekerheden die tot een stijging of daling van de prijs of de waarde van een actief kunnen leiden. Taxatieonzekerheid daarentegen heeft alleen betrekking op onzekerheden die voortvloeien uit het schatten van de waarde op een specifieke datum.

Taxatieonzekerheid en marktrisico staan los van elkaar. Zo brengt de taxatie van een zeer liquide beursgenoteerd aandeel weinig onzekerheid met zich mee, maar dat aandeel kan toch worden beschouwd als een aandeel met een hoog marktrisico.

Taxatieonzekerheid mag niet worden verward met stresstesting, ofwel het meten van het effect van een bepaalde gebeurtenis of reeks gebeurtenissen op een actuele prijs of waarde.

Taxatieonzekerheid kan het gevolg zijn van verschillende factoren. Deze kunnen grofweg worden ingedeeld in de volgende categorieën:

- marktverstoring,
- beschikbaarheid van data,
- keuze van de methode of het model.

Deze oorzaken van taxatieonzekerheid sluiten elkaar niet uit. Zo kan marktverstoring van invloed zijn op de beschikbaarheid van data, die weer kan leiden tot onzekerheid over de meest geschikte methode of het meest geschikte model. Waarschijnlijk is er dus sprake van onderlinge afhankelijkheid en correlatie tussen de oorzaken van onzekerheid, en daarmee moet rekening worden gehouden bij de taxatie.

Marktverstoring

Taxatieonzekerheid kan zich voordoen wanneer een markt op de waardepeildatum is verstoord door actuele of zeer recente gebeurtenissen, bijvoorbeeld door paniekaankopen of -verkopen of een verlies van liquiditeit omdat marktpartijen niet bereid zijn te handelen.

De tot marktverstoring leidende gebeurtenissen kunnen van macro-economische aard zijn, zoals de financiële crisis van 2009 en recente verstoringen van de Britse markten als gevolg van de brexit, maar ook micro-economische factoren kunnen een rol spelen, bijvoorbeeld een onverwachte wetswijziging of een

natuurramp die een sector van de markt of de toeleveringsketen van een bedrijfstak verstoort. Met betrekking tot het coronavirus kan de marktverstoring als micro-economisch worden beschouwd, maar in de toekomst kan het ook macro-economische gevolgen hebben.

Als de waardepeildatum samenvalt met een economische of politieke crisis of onmiddellijk volgt op een dergelijke gebeurtenis, doet zich significante taxatieonzekerheid voor omdat de enige voor de taxatie beschikbare marktgegevens waarschijnlijk verband houden met de markt *voordat* de gebeurtenis plaatsvond en daardoor een beperkte relevantie hebben voor de situatie op de waardepeildatum. De gevolgen van de gebeurtenis voor de houding van marktpartijen, en derhalve voor de prijzen, zijn in de onmiddellijke nasleep ervan niet bekend. De onzekerheid als gevolg van marktverstoring is daardoor zelden kwantificeerbaar. De verstoring kan tot uiting komen in de mate waarin data beschikbaar zijn.

Beschikbaarheid van data

Het ontbreken van relevante data leidt tot taxatieonzekerheid. Dit kan een gevolg zijn van marktverstoring zoals hierboven beschreven, maar het kan ook komen doordat de activa uniek zijn of doordat de markt voor het actief normaliter illiquide is. Wanneer relevante marktgegevens ontbreken, kan het nodig zijn om data van direct waarneembare prijzen van soortgelijke activa te extrapoleren of om uit te gaan van niet-waarneembare data. Dit vormt de input waarvoor geen marktgegevens beschikbaar zijn, maar die wel kunnen worden ontwikkeld met behulp van de beste informatie die beschikbaar is over de uitgangspunten die marktpartijen zouden hanteren bij het waarderen van het actief.

Het gebruik van extrapolatie of niet-waarneembare data kan een bron van onzekerheid vormen, omdat het lastig is objectief bewijs te vinden om de aanpassingen of de gehanteerde uitgangspunten te ondersteunen.

De gebruikte taxatiemethode kan worden aangepast voor input-onzekerheid. Zo zijn in een discounted cash flow-model de kasstromen gebaseerd op actuele verwachtingen omtrent toekomstige prestaties en derhalve onzeker. De opvatting van de marktpartijen

over het feit dat het aan de verwachte kasstromen verbonden risico of rendement afwijkt van het werkelijke risico of rendement in de toekomst, kan vaak tot uiting worden gebracht in de gehanteerde disconteringsvoet.

In sommige gevallen kan de taxatieonzekerheid als gevolg van inconsistente of tegenstrijdige gegevens worden geschat op basis van het effect dat het gebruik van mogelijke alternatieve data heeft op de taxatie. Een belangrijke overweging bijvoorbeeld bij de taxatie van niet-financiële instrumenten zijn de normaalverdeling en de spreiding van potentiële alternatieve invoergegevens. Als de gegevens een normale verdeling (klokcurve) volgen, kunnen de gegevens in de staarten doorgaans zonder problemen buiten beschouwing worden gelaten, omdat die buiten de bandbreedte van redelijkerwijs mogelijke uitkomsten vallen. Andere verdelingen kunnen er echter op wijzen dat aan bepaalde uitschieters meer gewicht moet worden toegekend.

Keuze van de methode of het model

Voor veel soorten activa kan gewoonlijk meer dan één methode of model worden gebruikt om de waarde te schatten. Die methoden of modellen leiden echter niet altijd tot dezelfde uitkomst en daardoor kan de keuze van de meest geschikte methode zelf een bron van *taxatieonzekerheid* vormen.

IVS 105 Taxatiebenaderingen en -methoden, paragraaf 10.4, luidt:

“Taxateurs zijn niet verplicht meer dan één methode voor de taxatie van een actief te hanteren, met name niet wanneer de taxateur een hoge mate van vertrouwen in de nauwkeurigheid en betrouwbaarheid van één enkele methode heeft gezien de feiten en omstandigheden van de taxatieopdracht. Taxateurs dienen echter wel te overwegen om meerdere benaderingen en methoden toe te passen en meer dan één taxatiebenadering of -methode dient te worden overwogen en kan worden gehanteerd om tot een waarde-indicatie te komen, met name wanneer er onvoldoende feitelijke of waarneembare inputparameters voor één enkele methode zijn om een betrouwbare conclusie op te leveren. Wanneer meer dan één benadering en methode wordt gehanteerd, of meerdere methoden binnen één enkele benadering, dan dient de op die meerdere benaderingen en/of methoden gebaseerde waardeconclusie redelijk te zijn en dient het proces van analyseren en samenvoegen van de verschillende waarden in één enkele conclusie, zonder

middeling, door de taxateur in het rapport te worden beschreven.”

In het huidige klimaat is sprake van een situatie waarin meer dan één benadering moet worden gehanteerd, aangezien het economische en politieke klimaat zodanig is dat *“er onvoldoende feitelijke of waarneembare inputparameters voor één enkele methode zijn om een betrouwbare conclusie op te leveren.”*

Significante onzekerheid

De meeste taxaties bevatten een element van onzekerheid, maar volgens IVS 103 moet dit alleen worden vermeld wanneer het “significant” is. Een vereiste om melding te maken van onzekerheid wanneer er geen of beperkte gevolgen aan zijn verbonden, zou een onnodige complicatie zijn bij de rapportage van een groot aantal taxaties en zou kunnen indruisen tegen het beginsel dat een rapport de beoogde lezer een duidelijk inzicht in de taxatie moet verschaffen. Het zou ook kunnen leiden tot een stijging van de kosten en tot onterechte bezorgdheid over de betrouwbaarheid van een groot aantal waardeoordelen, waarmee de gebruikers niet zijn gediend.

Het bestaan van significante onzekerheid betekent echter niet dat er geen taxatie kan worden verricht, maar het betekent wel dat significante uitgangspunten bij de taxatiebenadering en -methode moeten worden vermeld in het taxatierapport.

Daarom moet worden nagegaan wanneer taxatieonzekerheid “significant” is. Ook moet worden gekeken naar de standaard die wordt gevolgd, aangezien andere standaarden, zoals IFRS, een andere visie kunnen hebben op sommige elementen, zoals oordeelsvermogen en materialiteit (zie ook de IVS, verklarende woordenlijst, 20.9: Significant en/of materieel).

Significantie moet worden beschouwd vanuit twee onderling samenhangende gezichtspunten: ten eerste of het potentiële effect op het taxatiecijfer significant is en ten tweede of het relevant is voor een beoogde gebruiker van de taxatie. Het is zeer onwaarschijnlijk dat insignificante onzekerheid relevant is, maar significante onzekerheid kan al dan niet relevant zijn.

Bij de beoordeling of het effect van geïdentificeerde

onzekerheid op de taxatie significant is, moet rekening worden gehouden met de mogelijkheid van fouten. Bij bepaalde activa kan deze kwantificering een probleem vormen, met name gezien de huidige marktomstandigheden.

Zelfs als de onzekerheid kan worden gekwantificeerd, en significant lijkt te zijn, als absoluut bedrag of als percentage, hangt de vraag of de onzekerheid significant is ook af van de relevantie ervan. De relevantie moet worden beoordeeld in de context van het doel waarvoor de taxatie is vereist en het potentiële effect op alle beoogde gebruikers van de taxatie die later onjuist blijkt te zijn geweest op de datum waarop deze is verricht.

Factoren die nuttig kunnen zijn om rekening mee te houden bij de bepaling of de taxatieonzekerheid significant is voor de taxatie van materiële activa en bedrijven, zijn onder meer:

- de vraag of de taxatie door de opdrachtgever wordt verlangd voor interne doeleinden dan wel of de taxatie wordt verstrekt aan en wordt gebruikt door derden (de drempel voor materialiteit is waarschijnlijk lager als de taxatie door derden wordt gebruikt);
- de mate waarin de waarde van een totale portefeuille wordt beïnvloed als de taxatieonzekerheid alleen van invloed is op bepaalde activa in de portefeuille (daarbij kan ook worden gekeken naar de correlatie en onderlinge afhankelijkheid tussen de individuele activa);
- de vraag of de oorzaak van de onzekerheid ten tijde van het verstrekken van de opdracht tot taxatie bekend was bij de opdrachtgever of een derde die op de taxatie vertrouwt;
- de vraag of het effect van de onzekerheid de opdrachtgever of een op de taxatie vertrouwende derde zou kunnen blootstellen aan een significant risico of verlies.

Een nuttige test voor de beantwoording van de vraag of taxatieonzekerheid significant is, is om na te gaan of het niet vermelden van de onzekerheid ertoe zou leiden dat een redelijke persoon op basis van de gerapporteerde taxatie een actie onderneemt die deze persoon wellicht niet zou hebben ondernomen als de onzekerheid was vermeld.

Taxatieonzekerheid meten

In het algemeen is voorzichtigheid geboden bij het presenteren van een kwantitatieve schatting van onzekerheid, maar er zijn ook taxatiedoeleinden waarbij in het bijzonder voorzichtigheid is vereist. Zoals besproken, kan onzekerheid als gevolg van de keuze van het model of de methode, of van een gebrek aan of inconsistentie van data worden geschat door het effect op de taxatie van het gebruik van een alternatief model of een alternatieve input vast te stellen.

Kwantificering van taxatieonzekerheid kan voor sommige activaklassen relevanter zijn dan voor andere.

Wanneer twee of meer alternatieve scenario's mogelijk zijn, moet de taxatie worden gebaseerd op het meest waarschijnlijke scenario.

Het beginsel van kwantificering van onzekerheid met gebruikmaking van een gevoeligheidsanalyse kan op activa worden toegepast wanneer er voldoende redelijkerwijs mogelijke alternatieve data zijn die op de waardepeildatum hadden kunnen worden geselecteerd. Een dergelijke analyse is echter doorgaans moeilijker toe te passen op niet-financiële activa, omdat het volume van de transacties en daarmee verband houdende gegevens gewoonlijk aanzienlijk lager is. Wanneer aan niet-financiële activa significante taxatieonzekerheid is verbonden, is het waarschijnlijker dat er gebruik is gemaakt van niet-waarneembare data die niet gemakkelijk of niet nauwkeurig kan worden gekwantificeerd en waarop geen betrouwbare statistische analyse kan worden toegepast.

Een kwantitatieve schatting van taxatieonzekerheid in dergelijke omstandigheden kan, hoewel relevant voor sommige specialismen zoals financiële instrumenten, ook het risico van schijnnaauwkeurigheid binnen andere specialismen met zich meebrengen, die misleidend kan zijn voor degenen die op de taxatie vertrouwen. Wanneer deze benadering wordt gevolgd, moet de taxateur de mate van betrouwbaarheid duidelijk vermelden.

Als een kwantitatieve maatstaf voor taxatieonzekerheid moet worden gegeven, moeten de volgende beginselen worden overwogen en zo nodig worden toegepast:

Een kwantitatieve maatstaf moet altijd vergezeld gaan van een toelichting waarin de oorzaak en de aard van de onzekerheid worden beschreven.

- Een zuiver numerieke illustratie vormt alleen een bevestiging van de onzekerheid en geen verklaring. Het heeft geen zin om een dergelijke kwantitatieve uitdrukking van onzekerheid te geven als dit niet tot een beter begrip van de taxatieconclusie door de gebruiker leidt.
- Kwantificering van taxatieonzekerheid omvat geen prognose van een worstcasescenario. Het doel is niet om een taxatie in een extreem geval aan een stresstest te onderwerpen. Bij elke test van taxatieonzekerheid moet aandacht worden besteed aan het effect op de gerapporteerde waarde van redelijke en waarschijnlijke alternatieve uitgangspunten. Bij de keuze van alternatieve uitgangspunten voor het meten van de onzekerheid bij de taxatie van bedrijven of materiële activa moet een selectie worden gemaakt uit mogelijkheden die niet aan de randen van de verdelingen liggen (waar het zeer onwaarschijnlijk is dat een gebeurtenis zich voordoet), maar in het centrale gebied ervan (waar het waarschijnlijk is dat een gebeurtenis plaatsvindt).
- Het doel van een onzekerheidsanalyse is niet om een prognose te geven van mogelijke fluctuaties in de gerapporteerde waarde op toekomstige data, maar om informatie te verstrekken over de variabiliteit van de waarde op de specifieke waardepeildatum.
- Bij het kwantificeren van het effect van onzekerheid moet de interdependentie of correlatie tussen significante data in aanmerking worden genomen wanneer dat praktisch mogelijk is. Een correlatieanalyse is een uiterst belangrijk onderdeel van dit proces en wanneer onzekerheid wordt gemeten zonder de juiste correlatie van onderling afhankelijke data, kan de mate van onzekerheid worden overschat.

Aanvullend advies van de IVSC

- Als u vanwege bestaande overheidsbeperkingen niet aan alle vereisten van **IVS 102 Onderzoeken en naleving** kunt voldoen, bijvoorbeeld als u zich niet vrij kunt bewegen om met de taxatie samenhangende werkzaamheden te verrichten, moet dit duidelijk worden vermeld

in de met de cliënt overeengekomen reikwijdte van de werkzaamheden en in het rapport.

- Als de taxateur van mening is dat een taxatie op beperkte basis niet mogelijk is, moet de opdracht worden afgewezen.
- Taxateurs mogen geen criteria van voor de crisis op hun taxaties toepassen, aangezien deze benadering is gebaseerd op het potentieel onjuiste uitgangspunt dat de waarden terugkeren naar het niveau van voor de crisis en het onmogelijk is om te voorspellen dat dit uitgangspunt correct is.

Aanvullende informatie

Verdere opmerkingen over het coronavirus en aanvullend advies van bij de IVSC aangesloten organisaties vindt u onder de volgende link:

<https://www.ivsc.org/news/article/statement-in-relation-to-the-covid-19-pandemic>

De actuele versie van de International Valuation Standards (IVS) is te vinden op:

www.ivsonline.org



Mark Zyla

Voorzitter van de IVSC Standards Review Board

Met ondersteuning van de voorzitters van de technische commissies van de IVSC

Dit document door NRVT vanuit het Engels vertaald. In geval van interpretatieverschillen, prevaleert de oorspronkelijke tekst.