

ARTIKEL

EINDWAARDE: WAAR OF NIET WAAR?



'Eindwaarde is het verwachte bedrag dat op de laatste dag van de beschouwde disconteringsperiode wordt overeengekomen voor een vastgoedobject tussen een willige verkoper en een willige koper, die op een gepaste afstand van elkaar staan, na een behoorlijke marketing en waarbij partijen met kennis, voorzichtigheid en zonder dwang handelen' (Ten Have, 2002: 100).



Sinds de val van Lehman Brothers in september 2008, de start van de financiële crisis, is de aandacht voor vastgoed, en vooral voor de waardering ervan, explosief gestegen. Een voorbeeld dat recentelijk veel aandacht trok en het belang van vastgoedwaarderingen nog eens benadrukt, is de nationalisatie van SNS Reaal. De waardering van de slechte vastgoedleningen van SNS-dochter Property Finance speelde een cruciale rol in de noodzaak tot nationalisatie van de bank-verzekeraar. Een taxatie in opdracht van Financiën, leverde een afboeking op die veel groter is dan bleek uit de bevindingen van de consultants van Ernst & Young, die in opdracht van SNS Reaal werkten. Niet veel later was de nationalisatie van één van Nederlands grootste banken een feit. De taxatie gaat waarschijnlijk een grote rol spelen bij rechtszaken van onteigende beleggers in aandelen of achtergestelde leningen van SNS. Eén ding is zeker: ieder aspect dat onderdeel uitmaakt van de onderbouwing van de uiteindelijke waardering wordt onder een vergrootglas gelegd en heel vastgoed Nederland wacht gespannen af.

AANLEIDING

In de praktijk merken de vastgoedtaxateurs dat de roep om een duidelijke onderbouwing van de gehanteerde parameters bij het vaststellen van de waarderingen steeds groter wordt. Vooral institutionele beleggers, banken en de grotere particuliere beleggers eisen steeds vaker een heldere onderbouwing van de gebruikte parameters. De belegger ervaart enerzijds dat er druk uitgeoefend wordt door de aandeelhouders, aan wie verantwoording afgelegd moet worden, en anderzijds neemt de roep om onderbouwing toe door de vragen die de accountants hebben naar aanleiding van de vastgoedwaarderingen.

De reden dat de opdrachtgevers en accountants van de opdrachtgevers steeds vaker om onderbouwing vragen, ligt in de behoefte aan meer transparantie. Taxaties zijn subjectief en betreffen de geschatte waarde op een waardepeildatum. In werkelijkheid zijn er verschillen tussen geschatte waarden en prijzen die daadwerkelijk betaald zijn door kopers. De complexiteit van het

waarderen van vastgoedobjecten wordt vergroot als de markt niet transparant is. De beperkte transparantie – de objectieve waarneembaarheid - van transacties in de koop-, verkoop- en huurmarkt maken het moeilijk goede referenties te vinden, mede omdat het aantal transacties sterk gedaald is. Dit alles heeft er voor gezorgd dat taxeren in de huidige marktomstandigheden lastiger is. Daarnaast is de verwachtingskloof tussen wat gebruikers van taxatierapporten (vastgoedeigenaren, beleggers, banken, accountants en toezichhouders) verwachten en wat de taxateur levert toegenomen en lijkt deze maar moeilijk te overbruggen (Platform Taxateurs en Accountants, 2012: 6). We kunnen stellen dat de huidige marktomstandigheden en aanscherping van de regelgeving het bepalen van de marktwaarde bemoeilijken en opdrachtgevers een hogere mate van zekerheid verwachten. Transparante onderbouwing is het sleutelwoord.

De roep om onderbouwing is ook opgepakt door de initiatiefnemers van het Platform Taxateurs en Accountants (PTA). Zij hebben in het onlangs gepresenteerde rapport Goed gewaardeerd vastgoed aanbevelingen opgenomen die zijn toegespitst op de onderbouwing van onder andere de EXIT yield: de verhouding tussen de laatste huur en de waarde van een gebouw aan het einde van de exploitatie. Onlangs heeft Brons (2012) onderzoek gedaan naar de manier waarop de EXIT yield onderbouwd zou kunnen worden vastgesteld, bij de waardering van woningcomplexen in het kader van de IPD/ROZ Vastgoedindex, rekening houdend met de DCF methode. Dit artikel is deels gebaseerd op het onderzoek van Brons (2012) en heeft als doel het debat omtrent dit onderwerp te voeden.



DOELSTELLING

De EXIT yield is een belangrijke parameter in de waardering van vastgoed volgens de DCF-methode. De IPD/ROZ Vastgoedindex schrijft sinds 2011 de DCF-methode zelfs verplicht voor bij de totstandkoming van taxaties van wooncomplexen.

Het doel van het onderzoek van Brons (2012) was mogelijkheden te onderzoeken voor het onderbouwen van de input parameter 'EXIT yield' bij nieuwe taxaties volgens de DCF methode. Brons (2012) heeft allereerst getracht aangrijppunten te vinden voor onderbouwingsmogelijkheden voor de EXIT yield. Vervolgens is aansluiting gezocht bij theorieën over de Nederlandse woningmarkt alvorens Brons (2012) zich focuste op de DCF-methode, de input parameters, de eindwaarde en de EXIT yield. Het is allereerst van belang dat we de kaders schetsen en daarom staan we allereerst stil bij de DCF-methode, gevolgd door de eindwaarde en de EXIT yield alvorens we de empirie toetsen aan de theorie.

DISCOUNTED CASHFLOW METHODE

De DCF-methode wordt gezien als de meest geaccepteerde methode om beleggingsvastgoed te taxeren (O'Leary, 2012). Ook de Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) stelt dat de traditionele vastgoedwaarderingmethoden, als BAR en NAR zeker voordelen hebben, maar dat de DCF-methode bij grote investeringen en bij onzekere cashflows de voorkeur geniet (RICS Red Book, 8th edition).

Bij de bepaling van de waarde voor wooncomplexen worden doorgaans twee DCF scenario's berekend. Enerzijds wordt gekeken naar een uitpondscenario, waarbij woningen die vrijkomen door huuropzegging verkocht worden. Anderzijds wordt er een doorverhuurscenario berekend. Hierbij wordt ervan uitgegaan dat een woning na huuropzegging weer verhuurd wordt op een marktconform c.q. een maximaal redelijk niveau. Het meest optimale scenario - mits opportuun - reflecteert de marktwaarde (Smulders, 2013).

De DCF-methode (Discounted Cashflow methode) is een methode waarbij alle toekomstige inkomsten en uitgaven contant worden gemaakt tegen een bepaald rendement en vervolgens bij elkaar worden opgeteld. De uitkomst is de netto contante waarde van de toekomstige kasstromen (Ten Have, 2002). Met andere woorden: de te verwachten kasstromen voor een wooncomplex worden door de taxateur geschat en vervolgens contant gemaakt tegen een bepaald rendement. Voor het einde van de beschouwingperiode wordt door de taxateur een inschatting gemaakt van de eindwaarde: wat het wooncomplex aan het einde van de periode waard is. Deze eindwaarde speelt in de waardering een grote rol (ca. 47% van de te berekenen waarde bij een 10-jarige beschouwingperiode), maar omdat de waarde in de toekomst ligt is hij op de peildatum van de waardering moeilijk in te schatten (Ten Have, 2002). Schematisch ziet de DCF-methode er als volgt uit:



Het vaststellen van de eindwaarde is uiterst lastig omdat er verschillende risico's zijn en meerdere factoren van invloed zijn. Rust (2004) stelt dat er zowel interne als externe invloedsfactoren op de eindwaarde van toepassing zijn. De interne factoren voorzien op het object zelf en bestaan volgens Rust uit locatieveroudering, markttechnische en economische veroudering en technische veroudering. De verouderingscomponent sluit aan bij de algehele marktopvatting dat naarmate een vastgoedobject ouder wordt het Bruto Aanvangs Rendement (BAR) toeneemt. Externe factoren zijn onder andere de economische ontwikkeling, de ontwikkeling van vraag en aanbod op de betreffende vastgoedmarkt en de ontwikkeling van de marktconforme dis-

conteringsvoet. Kortom, de eindwaarde is in feite een schatting van de taxateur en bepaalt voor een groot gedeelte de uiteindelijke waardering van het wooncomplex. Het aan het einde van de beschouwingperiode te verwachten rendement wordt de EXIT yield genoemd (Ten Have, 2002).

Terugkomend de DCF-methode zijn er feitelijk drie hoofdcashflows en een rendement te onderscheiden in de inputparameters van de DCF-methode (Ten Have, 2002):

- Inkomsten;
- uitgaven;
- eindwaarde;
- de discontovoet, ook wel DCF-yield genoemd.

Op de verschillende input parameters wordt vervolgens de waardering gebaseerd. De IPD/ROZ Vastgoedindex houdt deze inputparameters voor elk object bij om daar analyses mee te maken. Deze inputparameters hebben allemaal een eigen invloed op de berekening. Een aantal inputvariabelen is: een leegwaarde, huurinkomsten, markthuur, exploitatielasten, groeiverwachtingen, uitpondtempo, EXIT yield en de van toepassing zijnde disconteringsvoet. Enkele parameters zijn eenvoudig in te schatten omdat ze op het moment van de taxatie concreet zijn zoals de actuele bruto huuropbrengst. Andere parameters zijn moeilijker in te schatten, zoals de verwachting van de groei van de inkomsten, de mogelijke onderhoudskosten in de toekomst of zoals eerder genoemd, de eindwaarde (Ten Have, 2002).

Teruggaand naar de DCF-methode is er een formule waar de waarde uiteindelijk mee berekend kan worden. De IPD/ROZ Vastgoedindex schrijft de volgende formule voor bij de DCF-methode voor woningcomplexen

(Taxatierichtlijnen IPD/ROZ Vastgoedindex 2011):

$$\text{Waarde k.k} = \sum_{t=0}^n \frac{U_t + NH_t}{(1+r)^t} + \frac{EW_n}{(1+r)^n} + \% KK$$

- NH** = Netto huuropbrengsten in jaar t
- EW** = Eindwaarde op tijdstip n
- U** = Uitpond-opbrengsten in jaar 1
- n** = Aantal termijnen
- r** = Discontovoet (Yield-dcf)
- t** = Periode

Aangezien de meeste taxaties voor de IPD/ROZ Vastgoedindex worden uitgevoerd met een 10-jarige DCF-beschouwingsperiode, maakt de eindwaarde circa 47% uit van de marktwaarde. Wij focussen ons in dit laatste deel dan ook op de eindwaarde en de manier waarop deze tot stand komt.

EINDWAARDE & EXIT YIELD

Het bepalen van de eindwaarde kan op vele manieren worden gedaan met beschikbare methodieken als de grond-opstalmethode, waarde-ontwikkelingsmethode, huidige-waarde methode, EXIT-yield methode en tot slot de rendementswaardemethode.

Een in de praktijk veelvuldig gebruikte manier is de eindwaardebepaling met behulp van de EXIT yield methode. De EXIT yield wordt bepaald op basis van de huidige yield (BAR), vermeerderd met een verouderingstoeslag. Omdat de EXIT yield qua opbouw feitelijk gelijk is aan een het BAR, zou volgens Ten Have (2002) een opslag op het BAR gehanteerd moeten worden waarbij een relatieve opslag de voorkeur geniet boven een absolute opslag.

Deze opslag vertegenwoordigt het risico dat de eindwaarde niet goed wordt vastgesteld. Afhankelijk van de onzekerheid van de eindwaarde kan de opslag op het BAR hoger of lager worden vastgesteld. Echter, de opslag is

in de visie van Ten Have altijd positief, dus de EXIT yield wordt altijd hoger vastgesteld dan het BAR.

Het probleem is dat deze hoogst discutabele opslag op de yield (BAR) vaak niet wordt onderbouwd en veelal is gebaseerd op het onderbuik gevoel van de taxateur. In een steeds professionelere vastgoedmarkt wordt meer verwacht dan alleen maar onderbuik gevoel. Zoals ook uit de aanbeveling van het Platform Taxateurs en Accountants (PTA) blijkt is de roep om een heldere onderbouwing tegenwoordig groot.



EMPIRIE VERSUS THEORIE

Brons heeft middels haar onderzoek aangetoond dat de theorie niet overeenkomt met de empirie. Zij heeft een analyse gemaakt van de initiële yields, de voorspelde EXIT yields en de uiteindelijke initiële yields aan het eind van de beschouwingsperiodes voor 3 DCF-beschouwingsperiodes van 10 jaar, te weten: 1998-2008, 1999-2009 en 2000 tot 2010.

Geconcludeerd kan worden dat de resultaten per jaar nogal verschillen. De theorieën van Keeris (2008), Rust (2004) en Ten Have (2002) zeggen allemaal dat de EXIT yield hoger zou moeten zijn dan de initiële yield. Dit blijkt echter lang niet altijd zo te zijn in de praktijk.

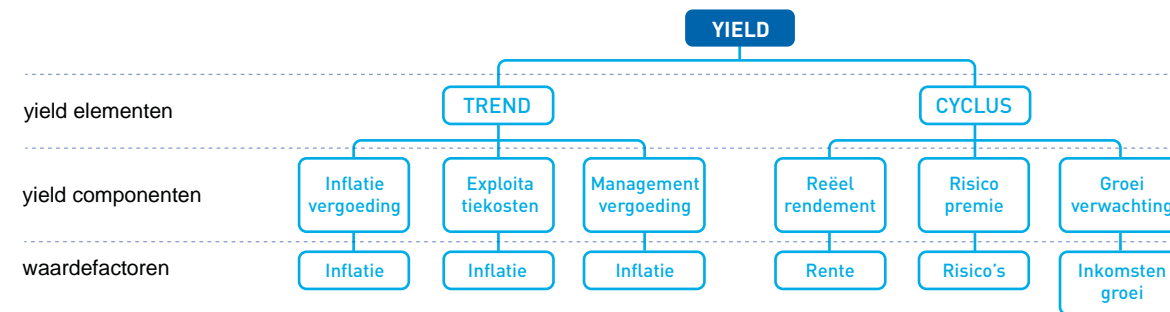
Zowel in de periode 1998-2008, 1999-2009 en in 2000-2010 zijn de daadwerkelijke initiële yields aan het eind van de beschouwingsperiode lager uitgevallen dan de initiële yields van het begin van de beschouwingsperiode. Over een periode van drie jaar is dus gebleken uit dit

onderzoek dat het niet zo is, dat de EXIT yield hoger had vastgesteld moeten worden dan de initiële yield. Voor de periode 1998-2008 en 1999-2009 waren taxateurs echter nog van mening dat de EXIT yields hoger vastgesteld zouden moeten worden dan de initiële yields.

In 2000 hebben de taxateurs wel al lagere EXIT yields voorspeld voor 2010 dan de initiële yields per 2000. Dit is opmerkelijk gezien het feit dat vrijwel alle theorieën (Rust, Ten Have, Keeris, 2004, 2002, 2008) aangeven dat de EXIT yield hoger zou moeten worden vastgesteld.



WAARDEFACTOREN



Volgens Brons (2012) zijn waardefactoren de sleutel in een betere onderbouwing van de EXIT yield. Feitelijk kan de EXIT yield worden opgebouwd uit een aantal componenten.

Waardefactoren vormen de basis van de uiteindelijke EXIT yield. Er zijn verschillende waardefactoren te onderscheiden. Er zijn waardefactoren te benoemen die een cyclus volgen, maar er zijn ook waardefactoren die geen verloop in tijd kennen. Daarnaast zijn er waardefactoren die gerelateerd zijn aan de gebruikersmarkt van woningen en waardefactoren die gerelateerd zijn aan de beleggingsmarkt voor woningen.

teerd zijn aan de gebruikersmarkt van woningen en waardefactoren die gerelateerd zijn aan de beleggingsmarkt voor woningen.

Brons (2012) heeft op basis van theorieën de volgende cijferreeksen gekoppeld aan drie van de vier waardefactoren, rente, risicopremie en groeiverwachting. De vierde waardefactor: inflatie is een reeks op zich zelf.

RENTE

- Rentement op alternatieve vastgoedbeleggingen (kantoren, winkels, bedrijfsruimten)
- Rendement op aandelen (MSCI Local)
- Rente op staatsleningen (Eurogebied, 10 jaars Staatsleningen)
- Rentement op obligaties (JP Morgan GBI 7-10)

GROEIVERWACHTING

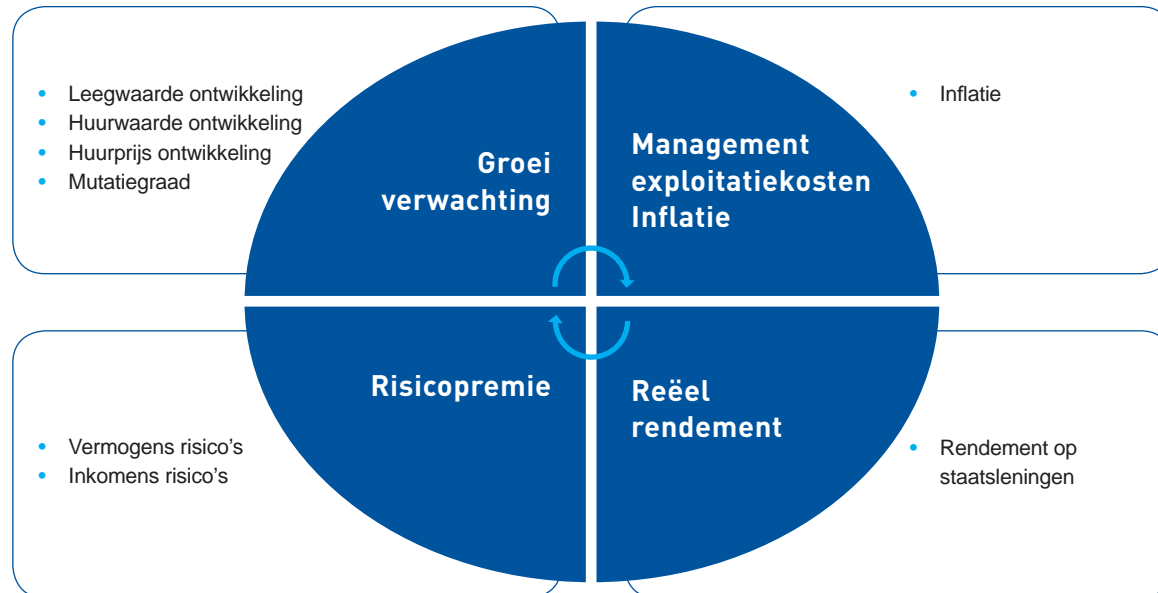
- Huurverhogingsmogelijkheden (huurverhoging)
- Contractverhuurgroei IPD/ROZ Vastgoedindex woningen
- Waardegroei IPD/ROZ Vastgoedindex woningen
- Bouwkostenindex
- Koopprijsontwikkeling (prijsindex koopwoningen)
- Aantal verhuizingen (migratie binnen Nederland verhuisde personen)

RISICOPREMIE

- Prijsontwikkeling in de tijdreeks (reeks: gemiddelde verkoopprijs per persoon)
- Inkomensgroei (procentuele wijziging van het modale bruto inkomen per jaar)
- Economische groei
- Koopkracht
- Consumentenvertrouwen
- Demografische ontwikkeling (aantal huishoudens, huishoudensamenstelling etc.)
- Bouwproductie (gereedgekomen nieuwbouwwoningen)
- Hypotheekrente (voor woningconsumenten)

Brons (2012) concludeerde dat de ontwikkeling van de yield(BAR) en daarmee dus ook de EXIT-yield een relatie heeft met de ontwikkeling van de waardefactoren groeiverwachting en risicopremie en dat deze relatie

vrijwel synchroon loopt. Er is een duidelijk verband waar te nemen tussen de ontwikkeling van de yield(BAR) en de rente op staatsleningen, alsmede tussen de ontwikkeling van de inflatie en de yield(BAR)



Brons (2012) stelt dat taxateurs bij het vaststellen van de EXIT yield kunnen gaan werken met een opgebouwde EXIT yield, waarbij de componenten groeiverwachting en risicopremie op basis van economische cijfers wordt

vastgesteld. Op deze wijze zou volgens haar kunnen worden voldaan aan de verscherpte eisen van de accountants van haar opdrachtgevers en de eisen vanuit de overheid.

CONCLUSIE

Het onderzoek van Brons (2012) toont aan dat er een relatie is tussen de ontwikkeling van de EXIT yield en bepaalde waardefactoren. Wat Brons (2012) in feite beweert is dat door gebruik te maken van een opgebouwde EXIT yield de eindwaarde, en dus de uiteindelijke waardering van het vastgoed, transparanter en beter onderbouwt tot stand komt. Smulders (2013) zet deze conclusie nog eens extra kracht bij. Hij beweert dat scenarioanalyse zou kunnen helpen bij het beter schatten en onderbouwen van de EXIT yield. Beiden zijn zich terdege bewust van het feit dat door de hoge mate van subjectiviteit het vrijwel onmogelijk is om alle benodigde parameters te kwantificeren en te “vangen” in een model. Daarentegen draagt het onderzoek van Brons (2012) op een positieve manier bij aan de transparantie van het waarderen van wooncomplexen volgens de DCF-methodiek. Daarnaast zorgt haar aanpak voor enige duidelijkheid van het taxatieproces volgens de DCF-methode. Hiermee vormt dit onderzoek een goede basis voor eventueel periodiek vervolgonderzoek.

BIBLIOGRAFIE

- Brons, J.F.M. (2012). *De eindwaarde, waar of niet waar? Afstudeerscriptie Master Real Estate, Hanze Hogeschool Groningen.*
- Keeris, W. (2008). *De halve waarheid is funester dan de onjuistheid. Real Estate, nr. 58. pag. 42-77*
- Isaac D, O'leary, J. (2012). *Property Valuation Principles. Hampshire: Palgrave Macmillan*
- Platform Taxateurs en Accountants (2012). *Goedgewaardeerd Vastgoed, 27 aanbevelingen voor taxaties en taxatierapporten. Amsterdam: NBA.*
- Rust, W.N.J. (1997). *Vastgoed financieel, Delft: Management producties*
- Smulders, R. (2013) *De exit yield bij woningbeleggingen nader beschouwd. Afstudeerscriptie MSRE. Amsterdam School of Real Estate (ASRE). Amsterdam.*
- Ten Have, G.G.M. (2002). *Taxatieleer 1. Houten: Educatieve Partners Nederland BV.*
- Ten Have, G.G.M. (2002). *Taxatieleer 2. Houten: Educatieve Partners Nederland BV.*

OVER DE AUTEURS



F.P.H. (Frank) Aalbers MSc

Research Consultant bij MVGM.
Daarnaast is Frank Aalbers onderzoeker/auteur bij stichting De Vastgoedrapportage Stadsregio Arnhem Nijmegen.



Ing. Jan Veuger MRE FRICS

Lector Maatschappelijk Vastgoed aan de Hanzehogeschool Groningen, promovendus aan de RSM Erasmus Universiteit Rotterdam, eigenaar van CORPORATE Real Estate Management, toezichthouder bij verschillende maatschappelijke organisatie en lid Committee of quality certificates (CKV) bij Kwaliteitscentrum Woningcorporaties Huursector (KWH).



www.mvgm.nl