

De toekomst van vastgoedwaardering: waan van de dag of economische waarde?

28-06-2018 09:10

Hoewel waarde en prijs – of waarderen en taxeren – uitwisselbare begrippen lijken hebben ze een wezenlijk verschillende inhoud, relevantie en betekenis. Waar 'taxeren' draait om het inschatten van de prijs die op de vastgoedmarkt door een derde betaald gaat worden, draait 'waarderen' om de vraag welke waarde het object voor de bezitter zélf heeft.

Spijkers op laag water? Geenszins, het verschil heeft grote consequenties voor alle betrokkenen: van investeerders en eigenaren tot fiscalisten, accountants en financiers.

Tom Berkhout, professor of Real Estate aan Nyenrode Business Universiteit (rechts op de foto) en Jacques Boeve, Head of Valuation & Advisory van Cushman & Wakefield, houden de huidige 'verantwoordingswaarde' tegen het licht. Ze schetsen in dit artikel een toekomstscenario dat niet alleen uitgaat van de rol van taxateur als 'prijschatter' maar vooral ook van zijn rol in het bepalen van de bestendige economische waarde van vastgoed.

Feit of fictie?

Vastgoed wordt in het maatschappelijk verkeer getaxeerd op basis van marktwaarde. Marktwaarde gaat uit van de prijs die bij verkoop kán worden gerealiseerd: een prijsbepaling op basis van een fictieve transactie tussen een bereidwillige koper en een bereidwillige verkoper op een bepaald moment in het heden of in het verleden. Ongeacht of verkoop daadwerkelijk aan de orde is.

Zo'n fictieve transactie pretendeert voor beleggers en financiers een besliswaarde te zijn voor respectievelijk kopen, verkopen of financieren. Immers, banken bepalen de financiering voor het betreffende object voor een belangrijk deel op basis van de loan-to-value van die 'dagprijs' en veel vastgoedbeleggers bepalen hun hold/sell strategie op basis van die 'dagprijs'.

Synthetische prijs

Een dergelijke fictieve transactie voor een marktwaardebepaling is echter niet meer en niet minder dan een synthetische prijs die een taxateur onder meer inschat op basis van verkoopprijzen die zijn gerealiseerd bij de verkoop van andere verkochte gebouwen. Hierin wordt dan bijvoorbeeld geen rekening gehouden met continuering van het eigendom, het huidige businessmodel van de eigenaar en de waarde toevoeging door het huidige management. En dit terwijl de kwaliteit van het betrokken asset managementapparaat grote impact kan hebben op de toekomstige performance van vastgoed.

Het einde van marktwaarde in zicht?

Het nemen van (des)investeringsbesluiten in commercieel vastgoed zal in de praktijk moeten worden gebaseerd op het verschil tussen de (toekomstige) economische waarde en de (huidige) marktwaarde van een object. De economische waarde wordt hierbij bepaald door toekomstige opbrengsten en risico's. Binnen de vastgoedmarkt staat het economische-waarde concept nog in de kinderschoenen en moet verder ontwikkeld worden.

Zo zal er een gevalideerd en onderbouwd toekomstperspectief voor vastgoedobjecten en hun eigenaren moeten worden opgebouwd. In wezen is dat het onderbouwen van een business case voor het vastgoed en het management. Dit in tegenstelling tot het taxeren van een prijs bij verkoop: de 'dagprijs.'

Het einde van marktwaarde is daarmee niet in zicht. Maar toezichthouders zullen naast het marktwaardebegrip ook aandacht willen geven aan de economische waarde. De crisisjaren die achter ons liggen hebben duidelijk gemaakt dat de vastgoedsector beter zicht moet krijgen op de waarde en rendementsontwikkeling van vastgoed op de lange termijn in plaats van op de waan van de dag.

Risicoanalyse banken

Ook de ECB heeft tijdens de crisis het besluit genomen dat banken zowel marktwaarde als economische waarde moeten meenemen in de risicoanalyse van hun bestaande vastgoedfinancieringsportefeuille en hun financieringsbeslissingen. Inmiddels worden de eerste concrete stappen al gezet, bijvoorbeeld door BlackRock die voor alle Nederlandse banken in kaart bracht wat de geprognoseerde toekomstige geldstromen van gefinancierd vastgoed waren. Economische prognoses die overigens vooral top-down zijn benaderd waarbij niet of nauwelijks rekening is gehouden met de kenmerken van gebouwen, het gebied of de gebruikers.

Deze ontwikkeling dwingt het formuleren van een nieuw begrippenarsenaal en nieuwe onderzoeksmethoden af die de uitkomsten logisch en verdedigbaar onderbouwen. Wetenschap en markt zullen de handen opnieuw ineen moeten slaan en gezamenlijk moeten onderzoeken op welke manier een navolgbaar en uitlegbaar model kan worden ontwikkeld, wat de bijbehorende taxonomie is wat je moet meewegen en hoe zwaar.

Het ei van Columbus

Het ontwikkelen van een model voor economisch waarderen voor vastgoed is als het ei van Columbus opnieuw uitvinden. Wel kan de sector hiervoor in belangrijke mate terugvallen op de goed ontwikkelde kennis en kunde in business valuations.

Een gebouw kan immers worden beschouwd als een bedrijf onderhevig aan risico's waarmee je inkomen genereert. Van belang is te zoeken naar informatie over of er in de toekomstwaarde wordt toegevoegd of zal worden vernietigd. Ofwel: of er in het gebouw waarde wordt gecreëerd of niet.

Kun je historische informatie vertalen naar toekomstige waarde? Componenten van business valuation die relevant zijn voor economische waardebeoordeling van vastgoed zijn bijvoorbeeld de juridische en fiscale structuur, de kwaliteit van de investering, het asset en property management, de financieringsstructuur en mogelijke diversificatievoordelen.

Realistische voorspelling niet onmogelijk

De toekomst voorspellen zal altijd lastig blijven. Maar het is niet onmogelijk om een realistische voorspelling te doen. Scenario-analyses – een vak apart – spelen hierin een grote rol. Naast statistiek vraagt het ook om kennis over wanneer mensen welke beslissingen nemen en hoe dat kan worden verantwoord. Het is een vakgebied voor specialisten, zoveel is zeker. Vanuit de wetenschap en vanuit de markt. We zullen het samen moeten doen. En snel ook.

Het artikel maakt onderdeel uit van een nieuwe serie artikelen over vastgoedwaardering, Het is geschreven door Tom Berkhout, professor of Real Estate aan Nyenrode Business Universiteit en Jacques Boeve, Head of Valuation & Advisory van Cushman & Wakefield.