UNIVERSITY OF AMSTERDAM

UvA-DARE (Digital Academic Repository)

Waarom niet kunnen verkopen tegen getaxeerde marktwaarde?

tweedeling op de beleggingsmarkten

van Gool, P.

Publication date
2013
Document Version
Final published version
Published in
Real Estate Research Quarterly

Link to publication

Citation for published version (APA):
van Gool, P. (2013). Waarom niet kunnen verkopen tegen getaxeerde marktwaarde? tweedeling op de beleggingsmarkten. *Real Estate Research Quarterly*, *12*(4), 8-13. http://www.rerq.info/publicaties/2013%20December%20Vastgoedtaxaties%20.pdf

General rights
It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

Disclaimer/Complaints regulations
If you believe that digital publication of certain material infringes any of your rights or (privacy) interests, please let the Library know, stating your reasons. In case of a legitimate complaint, the Library will make the material inaccessible and/or remove it from the website. Please Ask the Library: https://uba.uva.nl/en/contact, or a letter to: Library of the University of Amsterdam, Secretariat, P.O. Box 19185, 1000 GD Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.

UvA-DARE is a service provided by the library of the University of Amsterdam (https://dare.uva.nl)

Download date:09 Nov 2026

Real Estate Research Quarterly

DECEMBER 2013 JAARGANG 12 NUMMER 4

Real Estate Research Quarterly is een onafhankelijke uitgave van de Vereniging van Onroerend Goed Onderzoekers Nederland (VOGON) in samenwerking met Amsterdam School of Real Estate en PropertyNL

VOGON

Amsterdam School of Real Estate

PropertyNL
Voorop in vastgoed

Waarom niet kunnen verkopen tegen getaxeerde marktwaarde?

Beleggers ervaren dat vooral kantoorpanden met leegstand of leegstanddreiging vaak niet tegen de extern getaxeerde marktwaarden zijn te verkopen. In dit artikel worden hiervoor verklaringen gegeven. Aanbevolen wordt de definitie van het begrip marktwaarde voor het publiek te verduidelijken en voor kantoorpanden met uitdagingen ook een andere taxatiemethode te gaan gebruiken.

door prof. dr. Peter van Gool FRICS

Het niet kunnen verkopen van panden met leegstand of leegstanddreiging tegen de getaxeerde marktwaarde geeft aan dat waarden niet kloppen. Dit geeft geen vertrouwen in het taxatieproces en staat het optimaliseren van vastgoedportefeuilles in de weg. Verder worden gemeten (indirecte) rendementen vertekend. Verder is het onderwerp van belang voor de financiering van vastgoed.

Vraagstelling en aanpak

De vraag waarom panden met leegstand of leegstanddreiging vaak niet tegen de getaxeerde waarde zijn te verkopen wordt in de eerste plaats beantwoord door na te gaan tegen welke prijs zij wel zijn te verkopen en wat ze dan opbrengen. Daarbij is taxateurs gevraagd hoe het komt dat verkoop niet lukt tegen de taxatiewaarde. Daarbij is ook gekeken naar de definitie van het begrip marktwaarde. De voorgestelde oplossingen zijn in concept voorgelegd aan deskundigen en hun (soms tegengestelde) commentaar is meegenomen.

Ervaringen

Institutionele beleggers ervaren op dit moment dat panden met leegstand of leegstanddreiging vaak niet tegen de recent extern getaxeerde marktwaarde zijn te verkopen. Ontvangen biedingen liggen, zoals gezegd, soms ver onder de getaxeerde marktwaarde, ook al zijn biedingen veelal geen goede indicaties van de marktwaarde. Verdere onderhandelingen leidden ook niet tot mogelijke prijzen in de buurt van de getaxeerde marktwaarde. Wel is het zo dat de gesignaleerde problematiek niet betekent dat de portefeuilles als geheel te hoog zijn gewaardeerd. Bij verkoop van goed verhuurde en goed gelegen objecten door de genoemde partijen zijn en worden ook verkoopprijzen gerealiseerd die soms (ruim) boven de recent getaxeerde marktwaarde liggen. Dit beeld sluit overigens aan bij de huidige tweedeling op de beleggingsmarkten, waarbij er voor goed verhuurde en goed gelegen panden veel belangstelling is en panden 'met een smetje' gemeden worden.

Grote verschillen tussen de getaxeerde waarde en verkoopprijzen

Wanneer aan de taxateurs van de betreffende panden wordt gevraagd naar de verklaring voor de soms grote verschillen, dan geven zij

onder andere de volgende verklaringen.

Vertraging en bandbreedtes.

De markt is verslechterd na laatste taxatie en ook is het zo dat er bij taxaties rekening moet worden gehouden met een bandbreedte voor taxatieonnauwkeurigheid van +/-20%, vooral bij incourante panden[1]. Verder is het zo dat een biedprijs weinig zegt. Potentiële kopers zetten vaak 20% lager in dan de prijs die men uiteindelijk bereid is te betalen. Dus bij een marktachteruitgang sedert de laatste taxatie van zeg 10%, een taxatieonnauwkeurigheid van -20% en een 20% lagere biedprijs, is een bod van nog niet de helft van de laatste taxatie te verklaren.

Gebrek aan markttransacties en -referenties.

Dit wordt vooral gemeld door taxateurs en door partijen die eigenlijk op beleggingswaarde willen taxeren (zie Wiegerinck, 2013). Door het gebrek aan transacties zijn taxaties vaak gebaseerd op oudere transacties uit betere tijden. Ook speelt hierbij een gebrek aan marktreferenties (zie bijv. Altera, 2012, p. 16 - 17).

Geen bereidwillige koper en verkoper.

Een taxatie is een beredeneerde/gemotiveerde, onderbouwde opinie, inzake de uitkomst van een theoretische transactie. Daarbij gaat de definitie van marktwaarde (zie het kader hieronder) onder andere uit van een bereidwillige koper en een bereidwillige verkoper die niet onder dwang gehandeld zouden hebben. En in de gevallen in kwestie doet zich vaak de situatie voor dat zowel de koper als de verkoper niet echt willig zijn en elkaar dan ook niet qua bied- en laatprijs willen naderen.

De officiële definitie van 'marktwaarde' is: het geschatte bedrag waartegen een object zou worden overgedragen op de waardepeildatum tussen een bereidwillige koper en een bereidwillige verkoper in een zakelijke transactie, na behoorlijke marketing waarbij de partijen met kennis van zaken, prudent en niet onder dwang zouden hebben gehandeld (Van Arnhem c.s., 2013, p. 46).

Onvoldoende marketing.

In de officiële definitie van marktwaarde wordt gesteld dat er sprake moet zijn van een 'behoorlijke marketing'. Die is er vaak niet geweest.

Incourantheid van het pand in kwestie.

Panden met (gedeeltelijke) leegstand zijn vandaag de dag niet gewild en daardoor incourant. Dat maakt een taxatie onnauwkeurig.

Kanttekeningen bij verklaringen

Op de gegeven verklaringen valt het nodige af te dingen. Zo laat het meest recente IPD / RICS onderzoek naar de taxatienauwkeurigheid van verkochte Nederlandse beleggingspanden zien dat 20% van de gerealiseerde verkoopprijzen buiten een range van +/-20% van de getaxeerde marktwaarden ligt (Teuben, 2013). Zouden alle panden in kwestie binnen die 20% vallen? Zo ook valt over het gebrek aan transacties op te merken dat er op dit moment veel portefeuilles met probleempanden worden verkocht.

Het gebrek aan een bereidwillige koper en verkoper die niet tot elkaar komen is wel een punt van discussie. De vraag is of er moet worden verondersteld dat zij dat toch doen en dat er dan een overeenkomst ontstaat. Van Arnhem c.s. (2013) zijn van mening dat dit wel het geval moet zijn omdat er anders een onwerkbare situatie ontstaat. Zo stelt hij – overigens in navolging van de International Valuation Standards (IVS) - dat 'De verkoper is gemotiveerd om het vastgoed [...] te verkopen voor de hoogst haalbare prijs op de (vrije) markt na een behoorlijke marketing, *wat die prijs ook zal worden*.' (Van Arnhem c.s., 2013, p. 47) (cursivering PvG). Dus ook een deal! Willigheid komt niet tot uitdrukking in het doen van een bieding, maar in het onderhandelingsproces. Omdat deze uitleg bij lang niet iedereen bekend is, zou het nuttig zijn dit duidelijker over het voetlicht te brengen, ook al vinden sommi-

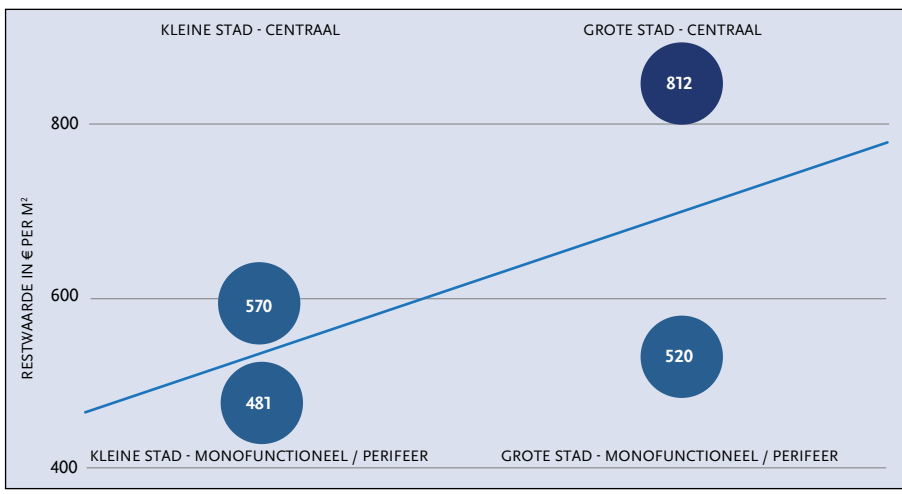
gen dat je niet mag uitgaan van zo'n veronderstelde 'synthetische' transactie[2].
Wat betreft incourante panden is tenslotte te stellen dat daarmee in de taxaties toch rekening zou moeten zijn gehouden, tenzij een pand pas na de taxatie ineens incourant is geworden, wat opmerkelijk zou zijn.

Zijn er nog andere verklaringen?
Wat opvalt is dat biedingen en transactieprijzen voor en van panden met aandachtspunten nu in hoofdzaak lijken te zijn gebaseerd op de contante waarde van de nog lopende min of meer zekere huurcontracten (zie ook Wiegerinck, 2013 (b)). Niets of weinig wordt geboden voor de mogelijke waarde van nieuwe nog af te sluiten huurcontracten voor nu nog lege ruimten en voor ruimten na het aflopen van de bestaande huurcontracten. Voor een en ander zijn er de volgende aanwijzingen.

DTZ Zadelhoff heeft geconstateerd[3] dat de transactieprijzen bij gerealiseerde kantoorverkopen[4] in feite zijn gebaseerd op de contante waarde van de bruto huurstroom van het object, plus een soort resterende 'leegwaarde' voor het pand, die overigens varieert van € 812 per m² v.v.o. op de beste locaties tot € 481 op monofunctionele en perifere locaties in kleinere steden (zie grafiek 1). Er is hier overigens uitgegaan van de *bruto* huurstroom omdat de exploitatiekosten niet bekend zijn.

Jones Lang LaSalle[5] heeft, in samenwerking met andere makelaarsorganisaties en de vastgoeddatabase StiVad, 56 kantoortransacties in 2012 en in de eerste helft van 2013 onderzocht. Ook daaruit valt op te maken dat de transactieprijzen van de verhandelde kantoren worden bepaald door de contante waarde van het (de) bestaande huurcontract(en) plus een veelal beperkte restwaarde (van tussen de € 492 in kleine steden tot € 926 in grote steden bij centraal gelegen kantoorpanden; min of meer in lijn met de bevindingen van DTZ Zadelhoff). Ook hierbij is de *bruto* huur contant gemaakt.
Vraagprijzen bij een portefeuilleverkoop.
Begin 2013 heeft Bilfinger Real Estate een website (kantorenverkoop.nl) gelanceerd om de Porto Kali portefeuille te verkopen[6].

GRAFIEK 1 ▶ RESTWAARDE KANTOREN IN € / M² V.V.O. K.K.



BRON: DTZ ZADELHOFF

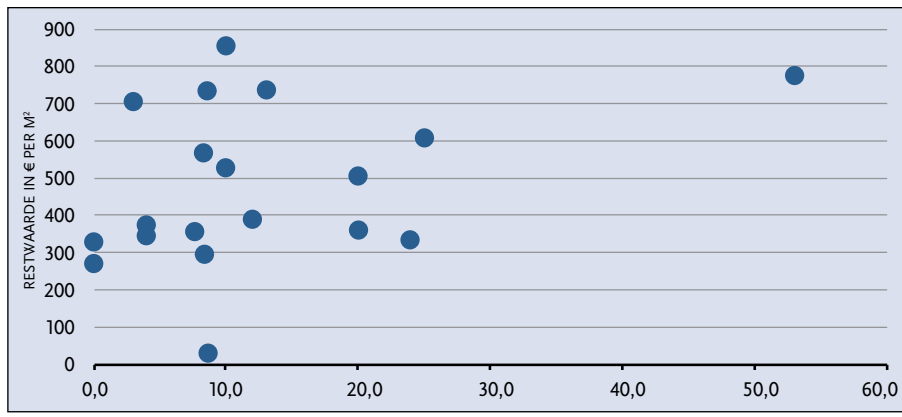
Op 27 oktober 2013 werden bij twintig te koop staande panden vraagprijzen afgegeven[7]. Ook hier lijken de vraagprijzen in hoofdzaak te zijn gebaseerd op de contante waarde van het /(de) nog bestaande huurcontract(en). De geheel lege panden werden aangeboden tegen gemiddeld € 300 per m² verhuurbaar vloeroppervlak (vvo). Gemiddeld was 84% van de vraagprijs van de twintig panden toe te rekenen aan de contante waarde van de resterende huurstromen (als daarbij voor alle panden € 300 per m² als 'bodemwaarde' wordt opgeteld)[8]. Gemiddeld was er een 'restwaarde', te weten het verschil tussen de vraagprijs en de contante waarde van de huurstroom, van € 478 per m² vvo. De restwaarde lag globaal genomen wat hoger naarmate de huurstroom zich verder in de toekomst uitstrekt (zie grafiek 2), al is dit verband niet sterk.

Uit de bovenbeschreven indicaties kan worden opgemaakt dat op dit moment kantoorpanden worden verkocht tegen de contante waarde van de bestaande, nog min of meer zekere, huurstromen plus een soort 'restwaarde', die kan worden verklaard uit grondkosten (overigens minus sloopkosten) en 'hope value' (te weten de mogelijk contante waarde van later mogelijk nieuw af te sluiten huurcontracten).

Is de huidige taxatiemethode nog wel juist?

Kantoren worden nu vooral getaxeerd met de Bruto/Netto Aanvangs Rendementsmethode (hierna de BAR/NAR methode)[9]. Die methode komt er in theorie op neer dat de voor een object te realiseren markthuren (de huurwaarde) bij volledige verhuur *tot in het oneindige* contant worden gemaakt, waarna er onder andere van worden afgetrokken de contante waarde van a) het verschil tussen de markthuur en de contracthuur, alsmede b) de 'kosten' die moeten worden gemaakt om tot volledige verhuur te komen. Zo wordt voor lege kantoorruimten op dit moment vaak de waarde van drie à vier jaar aan theoretische huuropbrengsten als 'kosten' mee genomen, bestaande uit twee / drie jaar leegstandsderving en één jaar 'kosten' voor verhuurincentives. De vraag is echter of deze benadering nog wel hout snijdt als de prijsvorming is gebaseerd op de contante waarde van de toekomstige huurstromen plus een zekere restwaarde. Dan is de kans groot dat de BAR/NAR methode leidt tot een overschatting van de waarde. In de BAR / NAR methode worden immers

GRAFIEK 2 ▶ RESTWAARDE IN € PER M² KANTOOR EN RESTERENDE DUUR HUURCONTRACT(EN) IN KWARTALEN



ook de theoretische verhuurinkomsten *nà* het aflopen van de huidige huurcontracten meegenomen. Maar daar betalen de beleggers thans niet of nauwelijks voor. Dit pleit er voor de te hanteren taxatiemethode in lijn te brengen met de praktijk voor het betreffende vastgoed; dus in dit geval door met een discounted cash flow (DCF)- methode de zekere huurstromen contant te maken en daarbij een (geschatte) restwaarde op te tellen. Dit betreft overigens de zogeheten Term and Reversion –methode[10], die in Nederland nog maar heel weinig wordt toegepast. Het toepassen van de DCF methode is overigens niet probleemloos (hoe te komen aan de benodigde marktdisconteringsvoet en aan de eindwaarde). Een combinatie van taxatiemethoden is derhalve aan te bevelen. Dit is overigens in lijn met aanbeveling 11 van het Platform Taxateurs en Accountants (2012).

Beperkingen en verder onderzoek

Een belangrijke beperking van dit onderzoek is dat een taboe rust op het erkennen dat vooral kantoorpanden met enige regelmaat niet te verkopen zijn tegen laatst getaxeerde marktwaarde. Verder valt op dat de berekende restwaarden toch nog wel van elkaar verschillen. Ook kent het bepalen van de contante waarde de zekere huurstromen vragenstukken. Nader te onderzoeken is of het structureel anders zit met eersteklas kantoren op eersteklas locaties. Misschien dat voor zulke panden wel voor theoretische huurinkomsten uit toekomstige huurcontracten wordt betaald.

Conclusie

Beleggers merken dat vooral kantoorpanden met leegstand of leegstanddreiging vaak niet tegen de extern getaxeerde marktwaarde zijn te verkopen. Ontvangen biedingen liggen soms ver onder de getaxeerde marktwaarde en daarop volgende onderhandelingen brengen hierin geen verbetering. Dit wordt vooral toegeschreven aan: vertraging en taxatiebandbreedtes, een gebrek aan marktransacties en -referenties, het ontbreken van een bereidwillige koper en verkoper, onvoldoende marketing en aan incourantheid van het pand in kwestie. Op deze argumenten valt het nodige af te dingen. Zo is het velen niet duidelijk dat er bij de definitie van marktwaarde van wordt uitgegaan dat partijen tot elkaar moeten komen. Dit zou beter over het voetlicht kunnen worden gebracht. Maar er is meer. Transactie- en verkoopprijzen van kantoren laten zien dat die prijzen nu in hoge mate zijn gebaseerd op de contante waarde van de huurstromen uit de bestaande huurcontracten (plus een restwaarde). Dan is het raar dat kantoren (en bedrijfsruimten) nu in principe worden gewaardeerd op basis van een *oneindige* stroom huurinkomsten. Daarbij worden theoretische huurinkomsten uit toekomstige, nog af te sluiten, huurcontracten in beginsel meegenomen. Omdat daarvoor nu niet wordt betaald, kan de huidige taxatiewijze leiden tot overwaardering. Voorgesteld wordt dan ook te kijken naar de marktwaarde als contante waarde van de zekere huurinkomsten plus een rest- of bodemwaarde.

Dit artikel is een samenvatting van een uitgebreidere versie die is te raadplegen via de site www.vastgoedkennis.nl.

Grote dank gaat uit voor bijdragen van verschillende deskundigen in de taxatiewereld.

OVER DE AUTEUR

Prof. dr. P. van Gool FRICS is hoogleraar Vastgoedeconomie bij de Amsterdam School of Real Estate (ASRE) en bij de Faculteit Economie en Bedrijfskunde van de Universiteit van Amsterdam. Hij houdt zich tevens bezig met strategie en acquisitie van vastgoed bij SPF Beheer, voor onder andere het Spoorwegpensioenfonds.

VOETNOTEN

1 Zie onder andere Schekkerman, 2004 en Van Arnhem c.s. p. 111.
2 Zie het artikel van Vis in dit blad.
3 Zie PropertyNL, nieuwsbrief van 05-06-2013.
4 Dit resultaat is gebaseerd op een (grote) selectie van referentietransacties in de jaarperiode tot juni 2013. De referenties betreffen verkochte kantoorgebouwen, zowel leeg als verhuurd. De selectie vond plaats op basis van voldoende kennis over waarderelevante kenmerken en representativiteit (bijzondere transacties zoals van grachtenpanden zijn niet meegenomen). Van de lopende huurcontracten is de resterende bruto huurverplichting tot aan expiratiemoment contant gemaakt tegen 6% (= 8% discontovoet minus 2% inflatie).
5 Zie Wiegerinck (2013). Dit is gebeurd op het Vastgoedsymposium op 17 september in Scheveningen. Het gaat om de eerste uitkomsten van een masterscriptie in wording van Arnold de Bue.
6 Deze portefeuille, die gemanaged werd door AXA REIM, ging in 2012 failliet.
7 Eén pand (in Utrecht) is niet in de berekeningen meegenomen vanwege een onduidelijke status (leeg of geheel verhuurd).
8 Hierbij is de contante waarde van de huurstromen berekend onder de volgende veronderstellingen: uitgegaan is van de netto contracthuren, berekend als de bruto contracthuren minus 15% exploitatiekosten; een disconteringsvoet voor de netto huurstroom van 8% per jaar, kwartaalhuren, alsmede een jaarlijkse huurindexatie van 2,5%. Een breakmogelijkheid met boete (bij één pand) is gezien als eind huurcontract en de boete is geraamd op twee kwartaalhuren. Er is geen rekening gehouden met de kosten van het in de "mottenballen" houden van een leeg of vrijwel leeg pand.
9 Meestal wordt hiernaast een DCF-berekening opgevoerd, maar die is niet leidend in de taxatie.
10 Bij deze methode wordt de waarde van het vastgoedobject opgesplitst in a) de waarde van het huidige huurcontract (de huidige huurcontracten), b) de waarde van het vastgoedobject wanneer het wordt wederverhuurd met een nieuwe huurtermijn na het aflopen van het huidige huurcontract en c) de waarde van het object wanneer het leeg staat (de restwaarde).

BRONNEN

- Altera (2012). Jaarverslag over 2012.
- Arnhem, C. van, T.M. Berkhout en G.G.M. ten Have (2013). *Taxatieleer vastgoed 1*, Noordhoff Uitgevers, Groningen / Houten.
- Gool, P. van en W.F.A. Rodermond (2011). Waarderen structureel leegstaande kantoren, *Real Estate Research Quarterly, December, jaargang 10, nr. 4*, p. 38 - 44.
- Jones Lang LaSalle (2013). *Nieuwe kopers, nieuwe mogelijkheden*; Vastgoedbeleggingsbeleid van (inter)nationale beleggers in Nederlands direct vastgoed.
- Kempen & Co (2012). *How to make money in Dutch offices?* Rapport in het kader van een Dutch Offices Update, 30 mei.
- Platform Taxateurs en Accountants (2012). Goed gewaardeerd vastgoed; 28 aanbevelingen voor taxeren en taxatierapporten, uitgegeven door de Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants.
- *Property.NL, nieuwsbrieven*.
- Schekkerman, C. (2004). *Nauwkeurigheid in taxaties, een onderzoek naar de nauwkeurigheid van taxaties en (on) mogelijkheid om betrouwbaarheid van taxaties te vergroten*. Masterproof Amsterdam School of Real Estate.
- Teuben, B. (2013). *IPD / RICS onderzoek naar de getaxeerde marktwaarde en de verkoopprijs,* presentatie bij het *IPD / RICS seminar 'Betaalt u voor vastgoed de Duitse of Britse waarde*?, 19 september, Amsterdam.
- Wiegerinck (a), E. (2013). 'Restwaarde' kantoren toplocatie verdubbelt; in *Vastgoedmarkt, september.*
- Wiegerinck (b), E. (2013). 'Vrij spel 'bottom fishers' kleurt blik taxateur', in *Vastgoedmarkt*, *september,* p. 19.
- Website: www. kantorenverkoop.nl