



INTRODUCTIE VAN MARKTWAARDE BIJ WONINGCORPORATIES

‘The devil is in the detail’

De waardering op marktwaarde door corporaties is een goed initiatief, maar de overheid schiet door met voorschrijven van parameters

DOOR JAAP KOELEWIJN EN ARNOUD VLAK

Woningcorporaties gaan voor de waardering van hun vastgoedbezittingen over op marktwaarde. Daarmee volgen ze – eindelijk – de weg waarop pensioenfondsen, verzekeraars, beursgenoteerde ondernemingen en tal van andere organisaties van openbaar belang hen al zijn voorgedaan. De Vestia-affaire gaf na vele jaren van discussie de doorslag; de conclusies van het rapport van de Commissie Hoekstra en het eindrapport van de Parlementaire Enquêtecommissie Woningcorporaties waren eensluidend over het belang van deze wijziging. Kabinet en parlement volgden zonder verdere discussie deze adviezen. De verplichting om tegen marktwaarde te gaan waarderen is inmiddels in de nieuwe wet- en regelgeving opgenomen. Dit vinden wij een goede zaak. Niettemin is er reden tot zorg. De gedetailleerde voorschriften die nu op stapel staan, zijn aanleiding voor de vraag of niet toch weer een speciale corporatiewerkelijkheid wordt gecreëerd in plaats van dat wordt overgestapt op échte marktwaarde.

WAAROM MARKTWAARDE?

Al 20 jaar vindt er discussie plaats over het al of niet introduceren van marktwaarde bij woningcorporaties. Deze discussie had bij tijd en wijle trekjes van een geloofsstrijd tussen enerzijds degenen die vonden dat corporaties vooral op de markt en anderzijds degenen die

vonden dat corporaties op het publieke belang georiënteerd moesten zijn. Daarmee bleef de vraag steeds onbeantwoord waarom kapitaalintensieve bedrijven en instellingen hun bezittingen zouden moeten waarderen tegen marktwaarde. En ook nu, in de parlementaire behandeling van de regels die deze overstap mogelijk moeten maken, komt deze vraag nauwelijks aan de orde. Het antwoord is nodig om te kunnen beoordelen of de nieuwe regels voldoen aan het doel van de overstap naar marktwaarde. We doen hier daarom een voorzet voor het antwoord op deze vraag.

Kapitaalintensieve bedrijven en instellingen waarderen tegen marktwaarde voor een zo objectief mogelijke mening over hoe de bezittingen ervoor staan waarmee de onderneming inkomsten genereert. Vanzelfsprekend zijn de eigen opvattingen van de onderneming daarover ook van groot belang. Bij woningcorporaties komen deze tot uitdrukking in liquiditeitsprognoses en bedrijfswaarde-waarderingen van het vastgoed. Om echter te kunnen beoordelen of prognoses realistisch zijn en om inzicht te geven in de omvang van de risico's van het voorgenomen beleid, wordt ook het oordeel meegewogen van partijen die buiten de onderneming staan en die ook geen belang erbij hebben. Dit gebeurt door in de analyse de waarde op te nemen die zij aan de bezittingen van de onderneming toekennen, onafhankelijk van het door de onder-

neming voorgenomen beleid. Dit is de marktwaarde, omdat ervan wordt uitgegaan dat niet bij de onderneming betrokken derden bezittingen die zij overnemen, gaan exploiteren op basis van maximalisatie van de opbrengsten die ermee kunnen worden gerealiseerd.

KRACHTIG INSTRUMENT

Daarmee vertegenwoordigt de marktwaarde het geobjectiveerde (dus los van de onderneming staande) oordeel over de (netto-contante) waarde van het verdienpotentieel dat de bezittingen op het moment van waardering vertegenwoordigen. De marktwaarde wordt dus vastgesteld in overeenstemming met hoe 'de' markt daarover denkt, inclusief de daarvoor benodigde methoden en technieken. Hiermee komt tevens een zeer krachtig instrument beschikbaar waarmee de risico's van het voorgenomen beleid voortdurend kunnen worden gemonitord en waar nodig bijgestuurd.

In dit verband wordt met 'risico' zowel downward risk als upward potential bedoeld. Downward risk is de kans dat het beleid niet kan worden gerealiseerd omdat eerder verondersteld potentieel er niet blijkt te zijn. Onder upward potential verstaan we de kans dat geen rekening wordt gehouden met extra mogelijkheden die eerder niet zijn voorzien.

Hoe is aan dit risicobegrip binnen de vastgoedpraktijk van woningcorporaties invulling te geven? Een aantal overwegingen:

a. *Exploitatierisico's.*

Onder exploitatie is het going concern verhuurbeleid te verstaan, zoals het huurprijsbeleid, het huurverhogingsbeleid en het exploitatiekostenbeleid (onderhoud e.d.). Wanneer zich dit beweegt buiten de grenzen van wat de markt op enig moment dicteert, verwordt het exploitatiebeleid al gauw tot een luchtkasteel (wat wil zeggen dat de markt de gevraagde huren en huurverhogingen niet draagt) of worden de mogelijkheden die zich voordoen onderbenut (bijvoorbeeld omdat het genereren van extra inkomsten achterwege blijft, waarmee broodnodige investeringen in nieuwbouw en energiebesparing kunnen worden gefinancierd).

b. *(Des)investeringsrisico's.*

Corporaties financieren een belangrijk deel van hun investeringen in nieuwbouw door eerst delen van hun bestaande vastgoed te verkopen (onverhuurd en in verhuurde staat). Het is dus van groot belang voor hun continuïteit dat zij steeds kunnen inschatten welke opbrengsten daarmee gerealiseerd kunnen worden. Fouten op dit vlak zijn zeer kostbaar of zullen er zelfs toe leiden dat voorgenomen investeringen niet kunnen doorgaan. Ook de nieuwe investeringen zelf zullen echter in de ontwikkelingsfase steeds moeten worden

beoordeeld op haalbaarheid binnen de markt waarin ze worden gedaan of op onbedoelde onderbenutting van marktkansen. Dit om te kunnen bijsturen en zo te voorkomen dat ze uitgroeien tot molenstenen die de bedrijfsvoering als geheel ondermijnen.

c. *Financieringsrisico's.*

Op marktwaardebasis gemeten financieren corporaties hun vastgoedbezittingen met gemiddeld 30–35% van banken geleend geld (vreemd vermogen). Deze financiers, hun borgsteller (het Waarborgfonds Sociale Woningbouw, WSW) en de achtervangers (de gemeenten en het Rijk) zullen steeds behoefte hebben aan inzicht in hoe de exploitatie- en (des)investeringsrisico's zich ontwikkelen om op tijd te kunnen ingrijpen en bijsturen. Zij zullen echter ook steeds willen weten, voor het geval de nood onverwacht aan de man komt en de corporatie moet worden geliquideerd, of zij zonder kleerscheuren hun belang in de corporatie kunnen beëindigen. Dit laatste is niet langer denkbeeldig nu de Parlementaire Enquêtecommissie nadrukkelijk heeft geadviseerd dat corporaties failliet moeten kunnen gaan en dat de financiers in dat geval, los van borgstelling door het WSW en achtervangers, een zelfstandig risico behoren te dragen. De minister heeft aangegeven later op dit advies te zullen terugkomen.

Voor het monitoren en bijsturen van al deze risico's is het dus van het grootste belang dat de besturen, de raden van toezicht, het management, de externe toezichthouder, de borgsteller en de financiers van woningcorporaties allen beschikken over goede en transparante marktwaardewaarderingen van het corporatievastgoed. Waarderingen die bovendien de geobjectiveerde opinie van de markt weergeven over hoe het ervoor staat met die bezittingen. Wij betwijfelen of de nu voorliggende regels voor de overstap op marktwaarde dit wel mogelijk maken.

MARKTWAARDE IN HET ONTWERP BTIV-2015

De minister voor Wonen en Rijksdienst zegt het advies van het Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV) over hoe marktwaarde voor woningcorporaties is in te voeren grotendeels over te nemen. Kort samengevat komt de inhoud van dit advies op het volgende neer:

- a. Verplicht voorschrijven van uniforme waarderings- en taxatiemodellen voor de verschillende soorten vastgoed in exploitatie (woningen, bedrijfsmatig onroerend goed, parkeervoorzieningen en zorgvastgoed);
- b. Bieden van de keuze tussen twee verplicht voorgeschreven waarderingsvarianten: light en full. Bij keuze voor de light-variant moet de corporatie de marktwaardewaardering per vastgoedobject opstellen volgens de door de externe toezichthouder per waardepeilmoment voorgeschreven waardering van alle in het ver-



ARNOUD VLAK EN JAAP KOELEWIJN

plichte waarderingmodel opgenomen parameters. Bij de full-variant kan de corporatie voor vijf parameters afwijken van de door de extern toezichthouder per waarde-peilmoment voorgeschreven waardering, door deze te vervangen door eigen opvattingen gebaseerd op 'expert-opinions' van externe vastgoedtaxateurs.

- c. Bij geen van de twee waarderingvarianten is sprake van volwaardige taxaties op basis van de vergelijkende methode, asset-by-asset en met gebruikmaking van aan de relevante markten ontleende referenties. Het CFV heeft in zijn advies dit tekort willen overbruggen door instelling van een onafhankelijk College Marktwaarde dat de door het CFV per waarde-peildatum voor te schrijven waardering van de parameters vaststelt. De minister heeft dit deel van het advies uitdrukkelijk niet overgenomen.

In het ontwerpbesluit BTIV-2015 is bovendien het recht voorbehouden om, in afwijking van de voorgeschreven waarderingvarianten, bij ministerieel besluit een nog verdergaand vereenvoudigde waarderingvariant te creëren. Het gerucht gaat dat hiervoor gedacht wordt aan het vaststellen van de marktwaarde aan de hand van een vast voorgeschreven verhouding tot de WOZ-waarde.

RUWE INDICATIE

Mogen corporaties en hun interne en externe belanghouders erop vertrouwen dat zij met deze regels de beschikking krijgen over de marktwaarde van hun vastgoed? Naar onze stellige overtuiging niet. Op zijn best leiden deze regels tot een ruwe indicatie van wat de marktwaarde zou kunnen zijn. Door zo vergaand als nu wordt voorgesteld te abstraheren van de van vastgoedobject tot vastgoedobject verschillende (markt)omstandigheden, zijn de voor de marktwaardewaardering per waarde-peildatum voor te schrijven parameters niet meer dan vuistregels. Die geven geen inzicht in wat de marktwaarde van tijd tot

tijd is, of hoe deze zich ontwikkelt en waarom. Toch is het advies van het CFV en het grotendeels overnemen daarvan in het ontwerp BTIV-2015 grote winst, niet alleen voor de corporaties maar ook voor de vastgoed-investeringmarkt als geheel. Voor het eerst in de geschiedenis treedt de overheid ordenend op in de wereld van de vastgoedtaxaties door voor te schrijven dat marktwaardewaarderingen van vastgoed om redenen van vergelijkbaarheid, transparantie en risico-assessment binnen een en dezelfde DCF-omgeving moeten worden opgebouwd en verantwoord. Die winst wordt vervolgens weer teniet gedaan doordat de waardering van de in die modelmatige omgeving opgenomen parameters per peilmoment centraal door de overheidstoezichthouder zal worden voorgeschreven. Daarmee schieten het CFV-advies en het ontwerp BTIV-2015 hun doel voorbij. De abstrahering van wat de marktwaarde van verhuurd vastgoed behoort te zijn is als gevolg daarvan zó groot, dat feitelijk niemand nog wat aan de uitkomsten heeft. En zo dreigen de corporaties en hun belanghouders opnieuw in de val te lopen waarin zij zich al bevonden toen zij met een in detail voorgeschreven bedrijfswaarde-waarderingmethodiek moesten werken. Deze was technisch-methodologisch uitstekend, maar ongeschikt voor risicomanagement. Met het Vestia-debacle nog vers in het geheugen weten we inmiddels waar dit toe kan leiden.

MORAAL VAN HET VERHAAL

Is wat nu voorligt dan alleen maar kommer en kwel? Nee, zeker niet. De overstap naar marktwaarde is voor de verdere ontwikkeling van corporaties van het grootste belang. Wat nu voorligt is een goede eerste stap, maar ook niet meer dan dat. Zolang iedereen die bij corporaties belang heeft zich dat realiseert en begrijpt dat zij zich voor risico-assessment niet op deze waarderingen kunnen verlaten, is daar ook niets mis mee.

Voor corporaties die sneller vooruit willen luidt het advies: voer zonder terughoudendheid de nieuwe waarderingregels uit. Ga parallel met de door de overheid voorgeschreven waarderingmodellen aan de slag met volwaardige vastgoedtaxaties. En zet als basis voor continu risicomanagement de hiermee verkregen uitkomsten systematisch af tegen het eigen beleid. ■

Prof. dr. Jaap Koelewijn is als hoogleraar corporate finance verbonden aan Nijenrode Business Universiteit en directeur van Financieel Denkwerk, een adviesbureau gespecialiseerd in corporate finance en corporate governance vraagstukken. Mr. Arnaud L.M. Vlak is oud-directeur van MSCI-IPD Benelux en gespecialiseerd in corporate governance vraagstukken met een vastgoed-economische achtergrond bij bedrijven en instellingen die voor het publieke belang werkzaam zijn.