



Af ejendomsmægler,
cand. oecon.
Preben Kjær Pedersen,
TLK Ejendomshandel

ANVEND DET RIGTIGE VURDERINGSPRINCIP

Forældede vurderingsprincipper kombineret med SDO-lån kan være en farlig cocktail.

Når værdien af en ejerbolig skal fastsættes, er det naturligvis efterspørgslen og udbuddet, der bestemmer prisen. Det er der næppe nogen, der vil betvivle. Men når det er en udlejningsejendom, der skal vurderes eller prisfastsættes, er vurderingen ikke så simpel.

En udlejningsejendom består af en række lejemål, som udlejes til en eller flere lejere. Lejeindtægten er da det produkt, som ejendommen genererer. Lejeniveauet for hvert enkelt lejemål fastsættes typisk som resultat af efterspørgsel og udbud, idet lovgivningen, servitutbestemmelser eller fredningsaftaler kan begrænse markedsløjen. Lejeindtægterne vil vedblivende være en løbende indtægt, så længe lejemålene er udlejede, idet ejeren naturligvis skal sørge for at vedligeholde, modernisere og servicere ejendommen for at leve op til lejernes rimelige krav.

En udlejningsejendom kan i den forbindelse sammenlignes med en maskine, der producerer "dippedutter". Hvis dippedutterne kan sælges til priser, der overstiger produktionsudgifterne inkl. forrentning og nødvendige afskrivninger på maskinen, vil maskinens værdi være afhængig af, hvor mange dippedutter der kan produceres og sælges sammenholdt med fortjenesten på hver enkelt dippedut. Ingen vil prissætte en sådan maskine alene ud fra tekniske data. Hvis de producerede dippedutter

ikke kan sælges med fortjeneste, har maskinen ingen værdi bortset fra en eventuel skrotværdi.

En udlejningsejendom prisfastsættes i princippet på samme måde som en maskine, der producerer dippedutter. Det er for udlejningsejendommen nettoglejningstægtene (de rene lejeindtægter med fradrag af alle former for driftsudgifter), der lægges til grund for værdifastsættelsen. Det er der sjældent diskussion om. Diskussionen opstår først, når nettoglejningstægtene skal behandles i det videre beregningsarbejde.

Forskellige vurderingsprincipper
Her har de fleste markedsdeltagere hidtil været tilhængere af det vurderingsprincip, der kaldes afkastmodellen.

I afkastmodellen går man ud fra, at første års nettoglejningstægt skal ganges med en kapitaliseringsfaktor. Denne kapitaliseringsfaktor er typisk den reciproke brøk af en rentestørrelse, der kaldes "første års forrentningen". Er første års forrentningen 5 pct., bliver kapitaliseringsfaktoren 20. Er første års forrentningen 2 pct., bliver kapitaliseringsfaktoren 50. Det er ret tydeligt, at selv små ændringer i "første års forrentningen" kan medføre voldsomme ændringer i kapitaliseringsfaktoren og dermed værdien af udlejningsejendommen.

Et andet vurderingsprincip, når det gælder vurdering af udlejningsejendomme, betegnes DCF-modellen

eller vurderingssumsmetoden. Begge modeller er cash flow-modeller. Det er med andre ord pengestrømmen, der er afgørende for værdiansættelsen.

I cash flow-modellerne forsøger man at kortlægge og optimere udlejningsejendommens fremtidige lejeindtægter og afledede indbetalinger samt alle fremtidige driftsudgifter og afledede udbetalinger. For hvert år fremkommer der et nettooverskud, der i det enkelte år kan være såvel positivt som negativt. Disse nettooverskud tilbagediskonteres herefter til nutidsværdier, der opsummeres. Den herefter fremkomne sum af nutidsværdierne er et godt forslag til værdifastsættelsen af udlejningsejendommen. Forudsætningen er forståelig nok, at tilbagediskonteringsrenten (kalkulationsrentefoden) er korrekt fastsat.

Hvis tilbagediskonteringsrenten fastsættes med udgangspunkt i den lange faste obligationsrente, der som bekendt markedsbestemmes på børsen hver dag, har man hele tiden en dokumenterbar og uafhængig tilbagediskonteringsrente. Alt afhængig af likviditeten i processen vil tilbagediskonteringsrenten skulle fastsættes lidt eller noget større end den lange faste obligationsrente. Men tilbagediskonteringsrenten svinger ikke nær så meget som "første års forrentningen" svinger i opadgående eller nedadgående retning. Endvidere er det sådan, at "første års forrentningen" defineres af det selv samme ejendomsmarked, som fastsætter værdien af udlejningsejendommen. Der kan derfor let



ske en kortslutning, nemlig at "første års forrentningen" sættes ekstremt lavt, idet ejendommen rent faktisk sælges til den herefter beregnede værdi. Denne lave "første års forrentning" kan blive skabt helt uafhængig af, om der er et positivt nettooverskud i den aktuelle ejendom eller ej.

Overbelånte ejendomme

Kombineres afkastmodellen med optagelse af SDO-lån, kan det gå rigtig galt. Ulempen ved afkastmodellen sammenholdt med kravene til SDO-lån opstår, hvor der sker en turbulent ændring af "første års forrentningen". I forbindelse med højkonjunkturen har man i "markedet" kunnet sælge boligudlejningsejendomme til en "første års forrentning" på helt ned til omkring 2 pct. I visse tilfælde endda noget under 2 pct.

Er en beboelsesejendoms årlige nettolejeindtægt f.eks. 1 mio. kr., medfører det, at ejendommens værdi ifølge rentabilitetsmodellen kan sættes til 50 mio. kr., hvis første års forrentningen er 2 pct. Er en sådan ejendom belånt med 80 procents SDO-lån, er der altså lån for cirka 40 mio. kr. På grund af krisen, er afkastningsprocenten nu steget til

cirka 5 pct. eller mere. Men herved er ejendommens værdi faldet til godt 20 mio. kr., hvis lejeindtægterne stadig er 1 mio. kr. Da der er lån i ejendommen for cirka 40 mio. kr., og da ejendommen nu kun har en værdi på maksimalt 20 mio. kr., er ejendommen derfor overbelånt med mindst 20 mio. kr.

Realkreditinstituttet må som kompensation for overbelåningen stille de manglende 20 mio. kr. som sikkerhed for lånet. Pengene skal realkreditinstituttet hente fra sin egenkapital. Hvis denne proces gentager sig mange gange, er der på et tidspunkt forsvundet så stor en del af realkreditinstituttets egenkapital, at instituttet ikke længere må låne ud. Dette kan ske helt uafhængigt af, om instituttet rent faktisk har lidt tab eller ej. Realkreditinstituttet kan reelt bugne med penge, men må ikke låne dem ud.

Skal værdiansættes til markedsværdi

Men hvordan er "første års forrentningen" overhovedet kommet ned på kun 2 pct.?

Under højkonjunkturen og i det opadgående marked, kunne det konstateres,

at "første års forrentningen" (afkastet) blev mindre og mindre. I begyndelsen lå afkastet på omkring 4 pct., og senere faldt det til under 2 pct. Alle kunne konstatere, at udlejningsejendomme blev vurderet højere og højere. Ingen kunne sige, hvor "loftet" for værdistigningen ville være, så alle indstillede sig på, at en vis stigning i ejendomsværdierne ville fortsætte. Også Finanstilsynet accepterede de højere og højere vurderinger, idet ejendommene rent faktisk blev solgt til de beregnede værdier. Finanstilsynet fastslår nemlig, at boligudlejningsejendomme skal værdiansættes til markedsværdi, og markedsværdien er netop den værdi, som markedet er villigt til at betale. Imidlertid blev der færre og færre købere til udlejningsejendommene.

Men når færre og færre handler disse ejendomme, så er det jo også de få handler, der afspejler værdifastsættelsen, og så er det let for visse ejere at bytte ejendomme, som det foregik i det store ejendomsspil, som Morgenavisen Jyllands-Posten og Børsen har afdækket. Hvis nemlig hver af ejerne havde en eller flere ejendomme, som han ikke kunne sælge, gav det god mening at sælge til hinanden gennem krydssalg til endnu højere priser. "Vupti" så havde alle deltagerne tjent penge, og vurderingerne var jo i overensstemmelse med Finanstilsynets værdiansættelsesmetode, idet handlerne skete til markedsværdi. Det fremgår hverken af tingbøgerne eller på anden måde, at

” Realkreditinstituttet kan reelt bugne med penge, men må ikke låne dem ud.





det alene var de få markedsdeltagere, der udgjorde markedet.

En dødsspiral

Efterfølgende har alle kunnet se, at det var galt, og "første års forrentningen" skal i dag være mindst 5 pct. Hvis ejendommene ikke kan sælges til den nu reducerede pris, sættes første års forrentningen blot op til 5,5 pct. eller måske 6 pct., hvorved den vurderede pris falder drastisk.

Men hermed bliver realkreditinstitutets bestående panter også reelt sat til en lavere vurdering, hvorfor instituttet skal henlægge større dele af egenkapitalen til sikkerhed herfor. Det kan let blive en dødsspiral, der på kort tid kan gøre realkreditinstituttet ude af stand til at foretage yderligere udlån. Det er i hvert fald betænkeligt, at en i øvrigt god ejendom, der genererer stadig stigende lejeindtægter, ikke yderligere kan belånes i forbindelse med kommende moderniseringer, fordi ejendommen vurderes efter afkastmodellen til en lavere værdi, end da det bestående lån blev hjemtaget.

Ulempen ved afkastmodellen, som i øvrigt ikke opfylder internationale standarder, er ydermere, at fremtidige forbedringer i en udlejningsejendom ikke tages med på anden måde end

som et subjektivt skøn. Derfor vil det også gå ud over moderniseringer og ombygninger, som ikke i en vis fremtid kan finansieres og derfor ikke kommer i gang.

Cash flow-princippet er det eneste rigtige

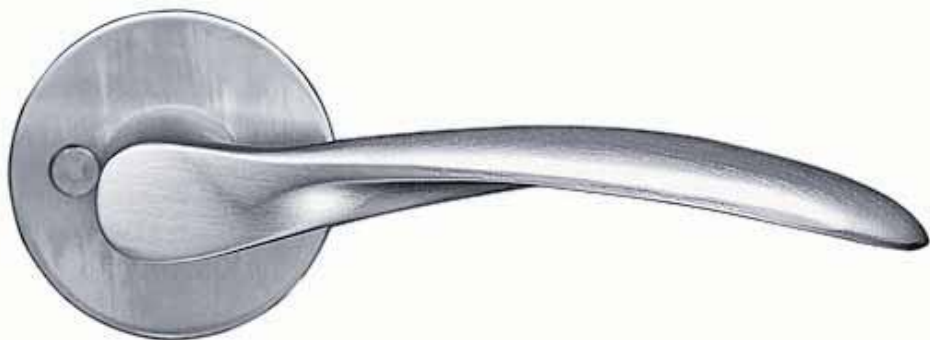
Når man her i Danmark fastholder afkastmodellen som vurderingsmodel, er det fordi realkreditinstitutterne til brug for værdiansættelsen bl.a. skal undersøge, hvad investor har forlangt i investeringsafkast ved frie og uafhængige handler med sammenlignelige ejendomme i markedet. De herved fundne krav til investeringsafkast anvendes så ved værdiansættelsen af den konkrete ejendom.

Økonomiministeren har i en brevveksling med mig gjort opmærksom på, at "det er et grundlæggende princip i Danmark, at realkreditinstitutterne skal værdiansætte ejendommene til markedsværdi – altså på grundlag af hvad ejendommene vurderes at kunne blive handlet til i markedet. Det er i denne forbindelse væsentligt at være opmærksom på, at krav om andre værdiansættelsesprincipper end markedsværdiprincippet vil kunne medføre, at det offentlige i højere grad end hidtil vil få indfyldelse på prisdannelsen på

markedet. Det har vi hidtil været tilbageholdende overfor".

Hertil må jeg indvende, at det jo netop er markedsværdiprincippet sammenholdt med afkastmodellen og de nye SDO-lån, der afstedkommer de store problemer på markedet for udlejningsejendomme, bl.a. at markedet mere eller mindre har styret sig selv og senere er faldet fuldstændig sammen.

Efter min mening, skal der anvendes et cash flow-princip til vurdering af udlejningsejendomme. Det er det eneste rigtige. Så svinger værdierne ikke så meget, hverken i opadgående eller i nedadgående retning. Det betyder i så fald, at man er i stand til at finde den enkelte ejendoms langsigtede værdi, og endvidere at realkreditinstitutterne kan fæstne lid til korrekt udførte vurderinger, ligesom risikoen for, at der skal stilles sikkerhed i realkreditinstitutets egenkapital, vil være stærkt begrænset. Det er derfor mit ønske, at vurderingsprincipperne vedr. udlejningsejendomme bør tages op til en grundig revision. Den hidtil anvendte afkastmodel har i forening med bankernes og realkreditinstitutternes SDO-lån medført, at markedet for udlejningsejendomme er brudt sammen. Det kan ingen være tilfreds med.



Den hidtil anvendte afkastmodel har i forening med bankernes og realkreditinstitutternes SDO-lån medført, at markedet for udlejningsejendomme er brudt sammen. Det kan ingen være tilfreds med.