

Overheid: zorg voor zorg of ook voor huisvesting?

De risico's voor een vastgoedbelegger bij een systeem waarin de overheid een normatief bedrag voor huisvesting betaalt, of de bewoner de markthuur betaalt.



Rijksoverheid



Middle



Amsterdam School of Real Estate, Master Thesis Master of Science in Real Estate

Drs. B.D. Terpstra

Begeleider: Dr. A. Wilts

Tweede lezer: Drs. W.J. van der Post

9 juli 2018

Voorwoord

Het schrijven van een master thesis kent verschillende fases, waarin een idee wordt ontwikkeld tot een volledig onderbouwd onderzoek. In dit proces geldt dat nadat twee stappen vooruit zijn gezet, regelmatig een stap terug wordt gezet. De parallel kan worden getrokken met de emotionele toestand op de verschillende momenten tijdens de reis naar het einde. Het tevreden gevoel na een productieve dag of een goed gesprek, maar een frustrerende dag na een theoretische beschouwing die tot een doodlopende weg leidt. Met een tevreden gevoel kijk ik terug. Een belangrijke keuze die hiervoor heeft gezorgd, is dat ik heb gekozen voor een onderwerp waar ik veel affiniteit mee heb: zorgvastgoed.

De laatste jaren is in toenemende mate kennis ontwikkeld op deze relatief nieuwe beleggingscategorie. Een discussie die, vanwege de grote rol van de overheid, vaak wordt gevoerd is het risicoprofiel van een belegging in de zorg. Daarbij dient helder afgebakend te worden over welk type vastgoed wordt gesproken. De verpleeghuiszorg is een sector die met de dubbele vergrijzing in toenemende mate in de belangstelling van vastgoedbeleggers staat. Daarbij wordt veel belegd in verpleeghuiszorg dat complexgewijs verhuurd wordt aan een zorginstelling. Hierbij is de basis voor de huur de markthuur die de bewoner aan de zorginstelling betaalt of een vaste vergoeding die de overheid betaalt aan de instelling. In deze thesis wordt onderzoek gedaan naar het verschil in risico voor een vastgoedbelegger dat schuilt in de wijze waarop de huur tot stand komt, zodat gefundeerd een keuze gemaakt kan worden.

Graag bedank ik de mensen die ruim de tijd hebben vrijgemaakt voor de interviews voor mijn onderzoek. De inhoudelijke gesprekken hebben een waardevol beeld opgeleverd. Daarnaast bedank ik de mensen in mijn omgeving voor de steun in het proces en in het bijzonder Martine. Arnold Wilts wil ik ten eerste bedanken voor het advies om een onderzoek te doen dat mijn persoonlijke interesse heeft en ten tweede voor de waardevolle gesprekken welke me altijd een flinke duw in de juiste richting gaven. Dit heeft stimulerend gewerkt. Tenslotte wil ik Amvest bedanken voor de mogelijkheid om deze studie te volgen naast mijn werk.

Bart Terpstra

Amsterdam, 9 juli 2018

Managementsamenvatting

De Nederlandse zorgmarkt is het afgelopen decennium flink in beweging geweest. Mede door de vergrijzing van de samenleving is het een markt die groeit. De zorg is een domein waar de overheid al sinds het ontstaan van de welvaartsstaat een belangrijke rol speelt. Zo ook wat betreft de verpleeghuisvesting. Tot 2012 kregen zorginstellingen hun huisvestingslasten volledig vergoed vanuit de overheid. De overheid besliste dan wel mee wat er werd gebouwd. Vanaf 2012 is dit veranderd. Een vast bedrag per bewoner wordt vergoed, afhankelijk van de zorgindicatie van de bewoner. Het leegstandsrisico en ook enkele andere aan vastgoed gerelateerde risico's deden hun intrede in de zorgwereld.

Vastgoedbeleggers zijn de afgelopen jaren, onder meer met de komst van de nieuwe vergoedingssystematiek actiever geworden op de Nederlandse zorgvastgoedmarkt. Waar dit tot voor kort het domein was van de woningcorporatie, indien de zorginstelling het vastgoed niet in eigendom wilde, ontstaan er nieuwe samenwerkingsverbanden. Tegelijkertijd biedt de opkomst van nieuwe manieren van zorg vergoeden, zoals het Persoonsgebonden Budget of het Volledig Pakket Thuis, nieuwe zorgaanbieders de mogelijkheid zware zorg te leveren aan mensen in een beschermde setting, die zelf hun huisvesting en services betalen. De overheid vergoedt alleen de zorg.

Deze ontwikkelingen leiden tot een situatie waarin beleggers de keuze krijgen te beleggen in verpleeghuisvesting in Nederland waarbij het vastgoed wordt verhuurd aan een zorginstelling, maar de inkomsten om deze huur te betalen soms afkomstig zijn van de overheid en soms van de bewoner. Daarbij geldt dat de overheid werkt met een normatief bedrag voor huisvesting op basis van diverse kengetallen en dat de bewoner een huur betaalt die gebaseerd is op de markthuur. Ondanks dat het vastgoed en de zorg vergelijkbaar zouden kunnen zijn, wordt er een duidelijk verschil gemaakt tussen deze twee vormen van vastgoedbeleggingen. Er is, conform de gebruikte terminologie in de zorg, sprake van intramuraal en extramuraal vastgoed. Gezien de turbulente groei van deze twee beleggingscategorieën is het van belang dat beleggers een bewuste afweging kunnen maken voor een segment welke mede wordt bepaald door het risico van de beleggingscategorieën. Zodoende luidt de hoofdvraag van dit onderzoek:

“Welk systeem, betreffende de huisvestingsvergoeding van verpleeghuizen, heeft voor een vastgoedbelegger een lager risicoprofiel: een vaste vergoeding vanuit de overheid of een markthuur?”

Het onderzoek is gestart met een theoretische beschouwing van de kenmerken van een systeem met een vaste vergoeding en een markthuur. Het systeem met de vaste vergoeding voor huisvesting vanuit de overheid komt in Nederland voor in de zorg en in het onderwijs. Kenmerkend is de normatieve vergoeding gerelateerd aan de omzet middels een wettelijk kader. Voor het systeem met een markthuur zijn diverse vastgoedcategorieën beschouwd om te bepalen welke drijvers de markthuur bepalen. De kenmerken die hierin naar voren komen zijn de relatie van de huur met de kwaliteit van het vastgoed, de locatie en de vraag en het aanbod. Daarbij is kenmerkend dat de markthuur variabel is en de normatieve vergoeding niet.

Om onderzoek te kunnen doen naar het verschil in risico dient onderzocht te worden wat het risico bepaalt. Hiervoor ligt bij vastgoedbeleggen de basis in het uitvoeren van een kwantitatieve analyse waarbij de standaarddeviatie van het rendement in relatie tot het gemiddelde rendement wordt berekend van de verschillende vastgoedcategorieën. Dit is niet mogelijk voor beleggingen in verpleeghuisvesting in Nederland met deze twee huursystemen, omdat het een relatief kleine markt is die in opkomst is. Daarnaast is pas sinds 2012 het systeem met de vaste vergoeding (gefaseerd) ingevoerd. Zodoende is de literatuur over kwalitatieve risicoanalyse bestudeerd. Op basis van deze theorie is een longlist met relevante risico's voor een vastgoedbelegger opgesteld, waarna deze op basis van de relatie met een huursysteem voor een Nederlandse

vastgoedbelegger in zorgvastgoed is beperkt tot een shortlist met zeven risico's. Deze zeven risico's zijn het vastgoedmarktrisico, beleggingsmarktrisico, kapitaalmarktrisico, politiek risico, juridisch risico en het financieel risico. Deze zeven risico's en de kenmerken van de huursystemen zijn in een matrix geplaatst om op basis van de theorie een verwachting op te stellen voor nader onderzoek. De verwachting is dat het politiek risico een grote rol speelt in het bepalen van het risico voor een belegger. Dit vanwege de rol van de overheid in de zorg en de dubbele afhankelijkheid van een zorginstelling die de huisvesting én de zorg van de overheid vergoed krijgt. Daarnaast is de verwachting dat met name het vastgoedmarktrisico, beleggingsmarktrisico en kapitaalmarktrisico hoger zijn bij een systeem met een vaste vergoeding. Dit vanwege het feit dat een belegger niet kan sturen op de hoogte van de huur door in te spelen op de vraag en het aanbod, de kwaliteit van het vastgoed of de relatie met de locatie.

Zorgvastgoedprofessionals zijn in semigestructureerde interviews gevraagd naar het verschil in risico bij de verschillende huursystemen per risico en hun argumentatie hiervoor. Als basis voor de interviews is een case gehanteerd. Uit de gesprekken kwam naar voren dat het risico bij een systeem met een vaste vergoeding vanuit de overheid risicovoller wordt ingeschat. Indien er verschillen waren tussen de inschatting van de geïnterviewden, kwam dit met name voort uit de inschatting in welke mate de indirecte relatie met het huursysteem de vastgoedbelegger raakt en de termijn welke in gedachten werd gehouden bij het inschatten van het risico.

Om de uitkomsten van de interviews, welke zijn gevalideerd middels een member check, te duiden, ontcrachten, versterken of nuanceren is de werking van het vastgoedsysteem geanalyseerd met het model van DiPasquale & Wheaton. Hierbij is gekeken naar de werking van het vastgoedsysteem met de twee huursystemen uitgaande van exogene schokken die gerelateerd zijn aan de risico's uit de theorie. Hieruit kwam naar voren dat het systeem met een vaste vergoeding zorgde voor een niet-functionerend vastgoedsysteem, waarbij de vastgoedmarkt en de beleggingsmarkt beide gefrustreerd raken. Dit maakt dat er onzekerheid ontstaat bij beleggers door een onvoorspelbaar vastgoedsysteem welke een tegengestelde beweging kan maken dan verwacht.

Concluderend kan worden gesteld dat het huursysteem met een markthuur een lager risicoprofiel heeft voor een zorgvastgoedbelegger die in Nederland in verpleeghuiszorg wilt beleggen. De rol van de overheid is risicoverhogend door de onzekerheid hoe deze zich zal gedragen bij sterk stijgende zorgkosten. Daarnaast ontbreken de prikkels, welke ervoor zorgen dat een vastgoedmarkt functioneert zoals een belegger zou verwachten, hetgeen wel het geval is bij een markthuur. De kwaliteit van het vastgoed, de locatie en de vraag en het aanbod dienen een rol te spelen bij het bepalen van de huur en er dient een relatie met de hoogte van de huur te zijn. De uitkomsten van dit onderzoek zijn verkennend. Zodra er voldoende data beschikbaar is, kan er een objectieve onderbouwing worden gezocht door dit onderzoek kwantitatief uit te voeren. Dit tevens om vast te stellen, indien het verschil in risico wordt bevestigd, wat de compensatie voor het hogere risico is.

Inhoudsopgave

Voorwoord	1
Managementsamenvatting	2
Hoofdstuk 1 Inleiding	6
1.1 Aanleiding	6
1.2 Probleemstelling	7
1.3 Doelstelling	8
1.4 Vraagstelling	8
1.5 Deelvragen.....	8
1.6 Onderzoeksmethode en model.....	8
1.7 Leeswijzer	10
Hoofdstuk 2 Theoretische aspecten van de wijze van vergoeden van huisvesting	11
2.1 Vergoeding huisvesting in de zorg.....	11
2.1.1 De zorgmarkt in Nederland: cure en care	11
2.1.2 De normatieve huisvestingscomponent	12
2.1.3 De NHC als huur	14
2.1.4 Kenmerken vaste vergoeding verpleeghuiszorg	14
2.2 Vaste vergoeding andere sectoren.....	15
2.3 Markthuur voor bepalen vergoeding	16
2.3.1 Kantorenmarkt.....	16
2.3.2 Winkelmarkt.....	16
2.3.3 Hotelmarkt	17
2.3.4 Woningmarkt	17
2.3.5 Conclusie.....	19
2.4 Kenmerken huursystemen	19
Hoofdstuk 3 Theoretische bespreking inzake risico's beleggen in zorgvastgoed	20
3.1 Risico's gerelateerd aan het huursysteem.....	20
3.1.1 Risico's vastgoedbelegger	20
3.1.2 Risico's belegger gerelateerd aan huur	25
3.1.3 Risico's gerelateerd aan de werking van het vastgoedsysteem	27
3.1.4 Conclusie.....	28
3.2 Relatie kenmerken huursysteem en risico's	29
3.3 Conclusie	30
Hoofdstuk 4 De Praktijk	31
4.1 Inleiding.....	31
4.2 Interviews zorgvastgoedprofessionals	31
4.2.1 Opzet interviews.....	31
4.2.2 De case voor de interviews	32
4.2.3 Het interview.....	32
4.2.4 Validiteit en zeggingskracht methode	33

4.2.5 Uitkomst interviews	34
4.3 De exogene schokken in het vastgoedstelsel gerelateerd aan de risico's	39
4.4 Conclusie	40
Hoofdstuk 5 Analyse uitkomsten	42
5.1 Analyse uitkomsten interviews.....	42
5.1.1 Vastgoedmarkt risico.....	43
5.1.2 Politiek risico	44
5.1.3 Partner risico	45
5.1.4 Kapitaalmarkt risico	45
5.1.5 Beleggingsmarkt risico	46
5.1.6 Financiële risico.....	47
5.1.7 Juridisch risico.....	48
5.1.8 Verwachting theorie en uitkomsten interviews.....	49
5.1.9 Conclusie.....	49
5.2 Analyse risico's model DiPasquale & Wheaton	50
5.2.1 Een exogene schok op de vastgoedmarkt.....	51
5.2.2 Een exogene schok op de beleggingsmarkt.....	54
5.2.3 Conclusie risicoanalyse model DiPasquale & Wheaton	56
5.3 Member check analyse	56
5.3.1 Uitkomsten member check per risico	56
5.3.2 Conclusie member check	58
5.4 Conclusie	59
Hoofdstuk 6 Conclusie, reflectie en aanbevelingen	60
6.1 Conclusie	60
6.2 Reflectie	63
6.3 Aanbevelingen	64
Literatuurlijst	66
Bijlagen	70

Hoofdstuk 1 Inleiding

De zorgvastgoedbeleggingsmarkt in Nederland heeft zich het afgelopen decennia ontwikkeld tot een in toenemende mate interessante beleggingsmarkt. De overheid speelt een grote rol in de zorg. Deze bepaalt mede het risicoprofiel voor een vastgoedbelegger. In dit hoofdstuk wordt de situatie geschetst in de zorg, de rol van de overheid gerelateerd aan het vastgoed en de zorgvastgoedbeleggingsmarkt. Dit met als doel om voor dit onderzoek te bepalen welk onderzoeksresultaat een zorgvastgoedbelegger inzicht kan geven in zijn risicoanalyse bij het beleggen in Nederlands zorgvastgoed.

1.1 Aanleiding

Je hele leven moet je voor je huisvesting betalen, totdat je zorgbehoevend wordt: dan neemt de overheid dit van je over. Als het Centrum Indicatiestelling Zorg (CIZ) een zorgindicatie heeft afgegeven dat je 24 uur per dag de beschikking moet hebben over zorg, klopt je aan bij een zorginstelling met een verpleeghuis. Als er een 'bed' beschikbaar is, verblijf je all-inclusive. Je hoeft geen huurcontract te tekenen, geen hypotheek af te sluiten of eigen vermogen aan te wenden voor je huisvesting. De overheid betaalt.

Hoewel de rol van de overheid kleiner is geworden, drukt de overheid nog altijd een grote stempel op het aanbod van zorghuisvesting. Tot 2009 moest de instelling een vergunning aanvragen bij het College Bouw Zorginstellingen (CBZ). Met de goedkeuring van dit overheidsorgaan was de zorginstelling verzekerd van de vergoeding van alle aan huisvestingsgerelateerde lasten. Of het nu ging om de financiering, aflossing of het onderhoud en ongeacht of het gebouw (nog) in gebruik was: alles werd vergoed. Het risico en de lasten lagen bij de overheid.

Onder meer vanwege de stijgende zorgkosten is vanaf 2012 een systeem gefaseerd ingevoerd waarin de zorginstelling een vast bedrag voor huisvesting per bewoner ontvangt, ongeacht wat de lasten zijn. Kortom, het vastgoedrisico deed zijn intrede. Vanaf 2018 is de overgangperiode voorbij en is de vaste vergoeding per bewoner een feit. De vergoeding is een normatieve vergoeding op basis van stichtingskosten en niet gekoppeld aan de kwaliteit (de oppervlakte, de afwerking, de locatie) die wordt geboden aan de bewoner. De prikkel richting de zorginstelling om te investeren in kwaliteit ontbreekt. De vraag is of dit wenselijk is in een vergrijzende samenleving waarin de babyboomgeneratie keuze en kwaliteit wenst.

Indien een zorginstelling het vastgoed niet zelf in eigendom wenste te hebben, was tot 2012 met name de woningcorporatie de vastgoedpartner die fungeerde als financier en vastgoedbeheerder. Circa 45% van de verpleeg- en verzorgingshuizen was in eigendom bij corporaties. De overige 55% was bijna volledig in eigendom van de zorginstellingen. Dit vastgoed werd door banken vrijwel risicoloos gefinancierd mits het CBZ goedkeuring had verleend op de bouwplannen. Dit veranderde vanaf het moment dat een zorginstelling zelf verantwoordelijk werd voor vastgoed. Banken en woningcorporaties werden terughoudender om mee te werken aan de nieuwbouwplannen van zorginstellingen. Ook voor bewoners veranderde de situatie. Voor het all-inclusive verblijf werd een eigen bijdrage gevraagd vanuit de overheid op basis van het inkomen (pensioen). Het vermogen van de zorgbehoevende wordt vanaf 2012 ook meegenomen voor het bepalen van de eigen bijdrage. Deze bijdrage werd verhoogd en loopt, met een regulier pensioen (EUR 2.800,- / maand) en beperkt eigen vermogen (EUR 75.000,-), op naar ruim EUR 2.300 per maand (bron: CAK).

Mede ten gevolge hiervan betreden nieuwe zorgaanbieders de woonzorgmarkt waarbij de bewoner zelf voor huisvesting betaalt (huurt) en de overheid betaalt de basiszorg. De constructie waarbij zorg en huisvesting zijn gescheiden, is mogelijk gemaakt door de invoering van het Persoonsgebonden Budget (PGB). De

zorgbehoevende ontvangt zelf een budget vanuit de overheid, waarmee zorg kan worden ingekocht bij een zorgaanbieder naar keuze. De eigen bijdrage bij het PGB is fors lager (maximaal EUR 836,-) dan in de reguliere zorg (ruim EUR 2.300,-), waardoor de zorgbehoevende, afhankelijk van zijn pensioen of eigen vermogen, een substantieel budget overhoudt voor huisvesting en services. Kortom een aantal grote ontwikkelingen zijn in gang gezet in de ouderenzorg. Deze ontwikkelingen openden de deur voor vastgoedbeleggers in de zorgmarkt. Al in 2007 schreef Beets (2007) een MRE scriptie over de haalbaarheid van een Health Care fonds dat belegt in Nederlands zorgvastgoed. Het Economisch Instituut voor de Bouw (2015) becijferde dat in Nederland ruim 34 miljoen m² zorgvastgoed staat en de markt daarmee groter is dan de winkelmarkt. Dit lijkt voldoende potentie voor een volwaardige vastgoedbeleggingsmarkt.

De markt komt de laatste jaren ook daadwerkelijk op gang. In 2016 en 2017 is respectievelijk circa EUR 465 miljoen en EUR 630 miljoen geïnvesteerd in zorgvastgoed (CBRE, 2018). Dit was een substantiële groei (in 2015 was dit EUR 345 miljoen), maar beperkt van omvang ten opzichte van andere volwassen beleggingsmarkten als de woningbeleggingsmarkt (respectievelijk 2016 EUR 4 miljard en 2017 EUR 5 miljard (Capital Value, 2017)). Desalniettemin is er een grote vraag naar zorgvastgoedbeleggingen en dan bij voorkeur gerelateerd aan de ouderenzorg. Er is momenteel veel kapitaal beschikbaar bij institutionele beleggers, die de afgelopen jaren in de zorg kennis en ervaring in hebben opgedaan, om geïnvesteerd te worden in de zorg. De samenwerking tussen de zorginstelling en de vastgoedbelegger is echter vaak nog stroef. De zoektocht naar het juist inprijsen van de risico's voor een belegger (rendement) en welke huur de zorginstelling dan moet betalen is volop gaande.

Op dit laatste punt, de hoogte van de huur van een zorgcomplex, is een tweedeling ontstaan tussen de traditionele zorgverleners die een vergoeding krijgen vanuit de overheid en de groep nieuwe zorgverleners die op basis van een PGB de zorg verlenen en huur in rekening brengen bij de bewoners. Een zorg vanuit de traditionele zorgverleners is dat de huisvestingsvergoeding vanuit de overheid wordt afgebouwd zoals ook is gebeurd in de lichte zorg (verzorgingshuizen). De vraag is of dit daadwerkelijk een reden tot zorg is of dat de vergoeding überhaupt door de bewoner zou moeten worden betaald en niet door de overheid.

Een dimensie die meespeelt in deze discussie is de betaalbaarheid van de zorg voor diverse inkomensgroepen. Vanuit de Nederlandse verzorgingsstaat is het onwenselijk dat alleen mensen met voldoende financiële middelen zich een plek in een verpleeghuis kunnen veroorloven. Voor iedereen is het mogelijk in elk verpleeghuis te verblijven en afhankelijk van de financiële situatie van de bewoner wordt door de overheid een eigen bijdrage in rekening gebracht. Het huidige systeem lijkt een goed vangnet in zich te hebben. Dit is wel een kostbaar vangnet en zoals eerder gesteld ontbreekt een prikkel om op kwaliteit te sturen. De zorgmarkt is momenteel mede vanwege het gevoerde beleid, niet gesegmenteerd op doelgroep of op prijs, op enkele uitzonderingen na. Dit in tegenstelling tot de ons omringende landen. Vanwege de steeds hogere eigen bijdrage in de reguliere zorg en de opkomst van de nieuwe zorgaanbieders komt er mondjesmaat aanbod voor verschillende doelgroepen.

1.2 Probleemstelling

Door de geschetste ontwikkelingen en de opkomst van de zorgvastgoedbeleggingsmarkt komt de discussie op gang wat een optimale situatie is voor een vastgoedbelegger: een overheid die een vaste vergoeding betaalt aan de zorginstelling op basis waarvan de huur aan de belegger wordt betaald of een bewoner die een markthuur betaalt aan de zorginstelling. De impact van de keuze is van groot belang, aangezien er langjarige huurcontracten worden afgesloten (doorgaans langer dan 10 jaar). Het is belangrijk voor zorgvastgoedbeleggers die hun portefeuilles opbouwen bewust te zijn wat het meest risicovol voor hen is. Dit onderzoek richt zich op de vraag welk systeem voor een vastgoedbelegger een hoger risico heeft en welke risico's dit bepalen.

1.3 Doelstelling

Het doel van dit onderzoek is:

Onderzoeken welk systeem voor de huisvestingsvergoeding voor verpleeghuiszorg een lager risico heeft. Hierbij wordt gekeken naar een systeem waarin de overheid een vaste normatieve huisvestingsvergoeding betaalt en een systeem waarin de bewoner een markthuur betaalt. Dit onderzoek wordt gedaan om beleggers inzicht te verschaffen in de verschillen in de risico's zodat een goed onderbouwde keuze gemaakt kan worden om in zorgvastgoed te beleggen met een bepaald huursysteem. Dit is van belang in een opkomende en snel groeiende beleggingsmarkt waarin de overheid een belangrijke rol speelt, welke is gerelateerd aan het vastgoed. Het doel is op basis van een theoretisch geleid onderzoek de basis te leggen voor dit onderzoeksterrein.

1.4 Vraagstelling

De centrale vraagstelling van dit onderzoek is:

Welk systeem, betreffende de huisvestingsvergoeding van verpleeghuizen, heeft voor een vastgoedbelegger een lager risicoprofiel: een vaste vergoeding vanuit de overheid of een markthuur?

1.5 Deelvragen

Om de centrale vraagstelling te beantwoorden zijn de volgende deelvragen geformuleerd:

1. Op welke wijze komt de huur van vastgoed tot stand bij een systeem met een vaste vergoeding?
2. Op welke wijze komt de huur van vastgoed tot stand bij een systeem met een markthuur?
3. Hoe wordt het risico voor een vastgoedbelegger bepaald?
4. Welke risico's hebben een relatie met een huursysteem van Nederlands zorgvastgoed?
5. Welke relatie kan gelegd worden tussen de kenmerken van het huursysteem en de risico's van een zorgvastgoedbelegger?
6. Is er een verschil bij de gedefinieerde risico's voor de zorgvastgoedbelegger gerelateerd aan het huursysteem?
7. Hoe functioneert het vastgoedsysteem in relatie tot de huursystemen en welke implicatie heeft dit voor het risico van de zorgvastgoedbelegger?

1.6 Onderzoeksmethode en model

Het onderzoek betreft een kwalitatief exploratief theoretisch onderzoek. Op het gebied van zorgvastgoedbeleggingen en dan specifiek over de impact van de huisvestingsvergoeding voor vastgoedbeleggers is nog beperkt onderzoek gedaan. In dit onderzoek ligt de nadruk op de theorie vanwege de relatief beperkte omvang van de vastgoeddeelmarkt. De parallellen naar andere vastgoedmarkten en de theorie over risicoanalyse vormen de basis.

Om de centrale vraag te beantwoorden, worden de volgende stappen doorlopen:

- Theorie: onderzocht wordt welke leidende theorieën relevant zijn op het gebied van het werken met vaste vergoedingen en een markthuur. Met name voor het systeem met de markthuur wordt gekeken naar andere vastgoedmarkten waar een markthuur van toepassing is. Het doel is om scherp te formuleren welke overeenkomsten en verschillen de twee systemen hebben zodat een verwachting kan worden uitgesproken vanwege welke kenmerken een verschil in risico kan worden verwacht. Daarnaast wordt onderzocht welke theorieën leidend zijn bij het bepalen van de risico's voor het beleggen in vastgoed en specifiek voor zorgvastgoed van belang zijn. De insteek voor het literatuuronderzoek is om

te bepalen welke risico's een relatie hebben met het systeem waarmee de huurder zijn huur betaald aan de belegger. Op basis van het theoretisch geleide onderzoek over de kenmerken van de huursystemen en de risico's voor een vastgoedbelegger wordt een verwachting neergelegd voor het praktijkonderzoek waardoor het praktijkonderzoek een toetsend karakter krijgt. Tenslotte wordt de theorie over de werking van het vastgoedsysteem onderzocht om te kunnen analyseren of het vastgoedsysteem op een vergelijkbare wijze werkt bij de huursystemen en welke impact dit heeft op het risico voor een vastgoedbelegger.

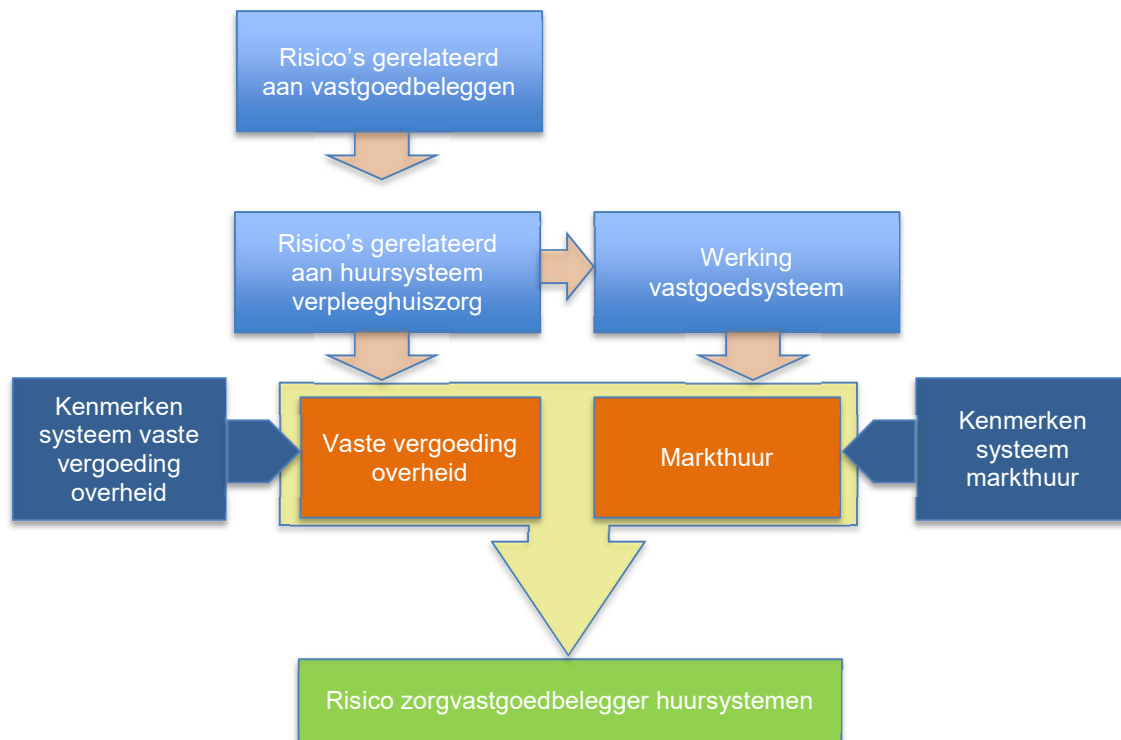
- **Praktijk:** de risico's bij het beleggen in zorgvastgoed gerelateerd aan het huursysteem worden geoperationaliseerd naar zorgvastgoed. Door middel van interviews met zorgvastgoedprofessionals, waarin een case wordt voorgelegd, wordt bepaald of er een verschil zit tussen de huursystemen per geïdentificeerd risico. Daarnaast worden de exogene schokken in het vastgoedsysteem bepaald welke gerelateerd zijn aan de risico's. Nadat de uitkomsten zijn geanalyseerd worden deze voorgelegd aan de geïnterviewden en wordt hen gevraagd naar een reflectie op de uitkomsten.
- **Analyse.** De uitkomsten van de interviews worden geanalyseerd, waarbij wordt bekeken of er een verschil zit tussen de risico's bij de huursystemen. Daarnaast wordt geanalyseerd met de werking van het vastgoedsysteem hoe de verschillende huursystemen functioneren bij exogene schokken om zo de uitkomsten van de interviews te versterken, ontcrachten of nuanceren. Op basis van deze analyse wordt bepaald welk systeem een lager risico met zich meebrengt voor een vastgoedbelegger.

Een belangrijke afbakening in dit onderzoek is dat de markt voor verpleeghuiszorg in Nederland wordt onderzocht. Zoals aangegeven in de aanleiding is de vraag vanuit beleggers hier het grootst en is vanwege de vergrijzing de vraag vanuit de consument hier ook groeiend. Inzicht in dit domein is voor een groot aantal beleggers bijzonder relevant. Daarnaast is dit belangrijk voor taxateurs om een juiste inschatting te kunnen maken van de waarde van het zorgvastgoed.

Een tweede afbakening in dit onderzoek is dat de focus volledig ligt op het risico. In het analyseren van risico's wordt dit doorgaans onderzocht in relatie met het rendement. In hoofdstuk 3, waar de theorie inzake risico's wordt behandeld, wordt op deze relatie nader ingegaan en deze keuze verder onderbouwd. Belangrijk om te benadrukken is dat vanwege het kwalitatieve en theoretisch karakter van dit onderzoek en de beperkte beschikbaarheid van data over het rendement, in dit onderzoek geen aandacht wordt besteed aan de relatie van het risico en het rendement. In hoofdstuk 6 wordt op deze keuze tevens teruggekomen.

In figuur 1.1 is het onderzoeksmodel weergegeven dat wordt gehanteerd. Hierbij geldt dat de vaste vergoeding en de markthuurl als concept worden onderzocht. De methoden worden beschreven en onderzocht.

Figuur 1.1 Conceptueel onderzoeksmodel



1.7 Leeswijzer

In hoofdstuk 2 wordt gestart met een uiteenzetting van de wijze waarop de vergoeding voor zorgvastgoed vanuit de overheid en specifiek verpleeghuisvesting is georganiseerd. Vervolgens wordt ingegaan op de wijze waarop de markthuur tot stand komt. Hierbij worden diverse vastgoedmarkten geanalyseerd. De conclusie zal worden getrokken welke kenmerken een huursysteem met een vaste vergoeding en markthuur hebben.

In hoofdstuk 3 wordt onderzocht welke theorie de basis vormt voor het bepalen van het risico bij het beleggen in vastgoed en specifiek zorgvastgoed. Het doel is te komen tot een verwachting voor het praktijkonderzoek welke risico's van invloed zijn voor een vastgoedbelegger.

Op basis van de risico's en de kenmerken worden de interviews uitgewerkt in hoofdstuk 4 en de exogene schokken bepaald welke gerelateerd zijn aan het vastgoedsysteem en relevant zijn in het kader van dit onderzoek. De uitkomsten van de interviews en de analyse van de impact van de exogene schokken worden in hoofdstuk 5 geanalyseerd. Tenslotte worden in hoofdstuk 6 de conclusie, aanbevelingen en reflectie weergegeven.

Hoofdstuk 2 Theoretische aspecten van de wijze van vergoeden van huisvesting

De basis voor dit onderzoek wordt gevormd door de kenmerken op basis waarvan de huur wordt bepaald. Gestart wordt met een theoretische beschouwing hoe de vergoeding van de huisvesting vanuit de overheid in de zorg tot stand komt en wordt behandeld in welke andere vastgoedmarkten een vaste huisvestingsvergoeding vanuit de overheid van toepassing is en hoe dit tot stand komt. Vervolgens wordt ingegaan op de wijze waarop de markthuurl tot stand komt in verschillende vastgoedmarkten. Hierbij wordt de literatuur behandeld welke ingaat op totstandkoming van de markthuurl in de diverse vastgoedmarkten. De kenmerken van de huursystemen met een vaste vergoeding en een markthuurl worden samengevat om scherp te krijgen of en zo ja waar in de basis de verschillen zitten tussen de systemen.

2.1 Vergoeding huisvesting in de zorg

In deze paragraaf wordt inzicht gegeven in de Nederlandse zorgmarkt en hoe huisvesting wordt vergoed. Dit dient als basis om de kenmerken te kunnen bepalen voor een systeem met een vaste vergoeding in de verpleeghuiszorg.

2.1.1 De zorgmarkt in Nederland: cure en care

De zorgsector is een sector die in hoofdlijnen wordt ingedeeld in de cure en de care. De cure is erop gericht de zorgbehoevende beter te maken (ziekenhuis) waarbij de care de persoon verzorgt (gehandicaptenzorg). In figuur 2.1 staan enkele voorbeelden en de wijze van bekostiging van de huisvesting. Opvallend is de grote verscheidenheid in de bekostiging (EIB, 2015). De vraag die reist: wat is de reden voor deze verschillen? Waarom is de bekostiging niet hetzelfde voor alle zorg?

Figuur 2.1 segmentering zorgvastgoed. MSCI / EIB (2015)

	Segmenten	Voorbeelden	Bekostiging
Cure	Eerstelijns	Praktijken van huis- of tandarts, fysiotherapeut	Zorgverzekeringswet
	Tweede-/derdelijns	Ziekenhuizen, klinieken	Zorgverzekeringswet
	Privéklinieken	-	Eigen betalingen en/of zorgverzekeringswet
Care	Woonzorgvastgoed	Verpleeghuizen	AWBZ (2015: Wet langdurige zorg)
	Vastgoed met zorgfunctie	Verzorgingshuizen	Huur en Wmo
Maatschappelijke dienstverlening	Thuiszorg, ambulante jeugdzorg, welzijnswerk		Wmo, AWBZ, en andere bronnen ²
Privétehuizen		-	Huur en/of serviceovereenkomst

AWBZ= Algemene Wet Bijzondere Ziektekosten
Wmo= Wet maatschappelijke ondersteuning

Samengevat komt de bekostiging uit de Zorgverzekeringswet (Zvw), de Wet Langdurige Zorg (Wlz), de Wet Maatschappelijke Ondersteuning (Wmo) en huur/eigen betalingen. Kortom er zijn drie wetten waaruit huisvesting wordt vergoed. De relatie tussen de wijze van vergoeden en het type zorg (Cure of Care) komt in dit overzicht goed naar voren. De zorg die valt onder de cure wordt hoofdzakelijk vergoed vanuit de Zvw waardoor ook de huisvesting in deze wet zijn basis vindt. In de care markt zijn met name de Wlz en de Wmo de bekostigers

van huisvesting. Ook hier is de relatie met de wijzer waarop de zorg wordt betaald aanwezig. Het onderscheid tussen de Wlz en de Wmo is kortweg: woont de zorgbehoevende bij de zorginstelling (intramuraal) of woont de zorgbehoevende thuis (extramuraal of ambulant).

De overheid heeft in het beleid ervoor gekozen dat mensen meer extramuraal of ambulant zorg ontvangen in plaats van binnen de muren van de zorginstelling. Verbeek-Oudijk en Eggink (2014) hebben onderzocht dat een behoorlijk aantal mensen dat nu nog intramuraal verblijft wellicht ook extramuraal zorg had kunnen ontvangen, maar zij concluderen daarbij wel dat er altijd een groep blijft die wel intramuraal zal blijven wonen. Wat betreft de vergoeding van de huisvesting geldt dat deze automatisch uit dezelfde 'Wet' vergoed wordt als de zorg.

Er is geen onderzoek uitgevoerd of deze systematiek optimaal is. Onderzocht zou kunnen worden wanneer de huisvesting uit de zorgpot van een bepaalde wet betaald moet worden en wanneer dit op een andere wijze zou moeten plaatsvinden. Er is wel onderzoek gedaan naar de rol van zorgvastgoed op het verlenen van zorg. Zo heeft Van der Voordt (2016) onderzocht wat de relatie tussen zorgvastgoed en elf variabelen is. Deze variabelen zijn klanttevredenheid, productiviteit, innovatie, kostenreductie, healing environment, flexibiliteit, risicomanagement, cultuur, positief imago, financierbaarheid en duurzaamheid. De analyse is uitgevoerd in verschillende sectoren en is vanuit een CREM ingestoken. Kortom hoe het bedrijfsmiddel vastgoed bijdraagt op de genoemde terreinen. Hieruit kwam naar voren dat klanttevredenheid, productiviteit en innovatie het belangrijkste werden gevonden. Hierbij wordt opgemerkt dat klanttevredenheid vaker genoemd wordt aangezien dit als sociaal wenselijk antwoord wordt ervaren. Ook Ramakers (2008) concludeerde dat klanttevredenheid de belangrijkste factor was bij het in lijn brengen van de bedrijfsstrategie en de vastgoedstrategie. Innovatie, kostenefficiënte en innovatie waren tevens belangrijke aspecten, maar minder belangrijk.

Opmerkelijk om in dit kader op te merken is dat de bekostiging van het vastgoed nooit gekoppeld is aan de klanttevredenheid (direct of indirect) terwijl dit wel als een van de belangrijkste doelstellingen van het vastgoed wordt beschouwd in de zorg.

De wijze waarop de vergoeding voor huisvesting wordt bepaald is in hoofdlijnen:

1. Percentage van een integraal tarief voor een bepaalde behandeling. Deze methodiek wordt met name in de cure markt gehanteerd. Hier zijn bijvoorbeeld Diagnose Behandelcombinaties (DBC) vastgesteld. De vergoeding voor een DBC is een bepaald bedrag. Onderdeel hiervan is een vergoeding voor huisvesting.
2. Vergoeding op basis van zorgindicatie zorgbehoevende. Dit systeem wordt met name in de care markt gehanteerd. Voor de verpleeghuiszorg is dit de Normatieve Huisvestingscomponent (NHC). Hier wordt in paragraaf 2.1.1. nader op ingegaan.

2.1.2 De normatieve huisvestingscomponent

In dit systeem wordt een vast bedrag betaald aan de zorginstelling die de zorg verleent aan de zorgbehoevende. In de verpleeghuiszorg wordt dit systeem momenteel gehanteerd. De zorgbehoevende krijgt een zorgindicatie van het Centrum Indicatiestelling Zorg (CIZ). Deze indicatie is gebaseerd op het aantal uren zorg dat iemand nog heeft. Daarnaast wordt er een onderscheid gemaakt tussen het type zorg. Immers, iemand met fysieke of geestelijke beperkingen is gebaat bij een ander type zorg. De indicaties zijn ingedeeld in zorgzwaartepakketten (ZZP's).

Voor de ouderzorg zijn tien ZZP's samengesteld. Hierbij is ZZP 1 de meest lichte vorm van zorg is en is ZZP 10 palliatieve zorg. ZZP 1 tot en met ZZP 4 wordt gezien als lichte zorg en ZZP 5 tot en met ZZP 10 als zware zorg. Het onderscheid dat gemaakt wordt qua type zorg is somatische zorg of psychogeriatrische zorg. Met somatische zorg betreft intensieve zorg vanwege lichamelijke beperking. Bij psychogeriatrische zorg wordt zorg voor mensen

met een geestelijke beperking aangeduid. De bekendste vorm van een psychogeriatrische beperking is dementie. Voor somatiek en psychogeriatricie geldt dat indien een persoon niet meer zelfstandig kan functioneren, de bewoner een zware zorgindicatie krijgt van het CIZ. Dit heeft tot gevolg dat de zorgbehoevende in een beschermde setting kan wonen waar de zorg, services en huisvesting geregeld zijn. Voor de lichte zorg geldt dat een thuiszorginstelling de zorg bij de geïndiceerde thuis dient te leveren.

Kortom met de zorgindicatie (ZZP 5 – ZZP 10) kan een zorgbehoevende aankloppen bij een zorginstelling die plaats heeft voor het leveren van de gevraagde zorg. De zorginstelling geeft aan of en zo ja hoe lang de wachtlijst is voor de benodigde zorg. Voor de zorginstelling geldt dat er afspraken dienen te zijn met een zorgkantoor voor het leveren van de zorg. Zorgkantoren voeren een deel van de langdurige zorg uit. Het zijn zelfstandig werkende kantoren die nauw gelieerd zijn aan de grootste zorgverzekeraar ter plekke. Bovendien sluiten ze contracten af met zorgaanbieders voor mensen die een indicatie van het Centrum indicatiestelling zorg (CIZ) hebben. Er zijn 31 zorgkantoren in Nederland die regionaal werken (www.zn.nl). Indien een zorginstelling met het zorgkantoor voor 100 mensen met een ZZP 5 indicatie afspraken heeft gemaakt en de instelling heeft nog 5 studio's over die ook hiervoor geschikt zijn dan krijgt de instelling hier geen vergoeding voor vanuit de overheid en zal terughoudend zijn met het aannemen van nieuwe zorgbehoevenden.

De zorginstelling krijgt voor het huisvesten van de zorgbehoevende een vast bedrag: de normatieve huisvesting component (NHC) en een normatieve inventaris component (NIC). De NHC en NIC maken vanaf 2018 onderdeel uit van het integrale tarief dat een zorginstelling ontvangt. De bedragen voor de NHC en NIC zijn gekoppeld aan de ZZP indicatie. Hierbij geldt het uitgangspunt dat voor verschillende ZZP's de investeringen verschillen.

De NIC wordt buiten beschouwing gelaten aangezien dit gaat om roerende zaken en dit onderzoek zich richt op vastgoed, oftewel onroerend goed. De NHC is een integraal onderdeel van het tarief. De NHC dient als normatieve vergoeding voor (vervangende) (nieuw)bouw en instandhouding. Deze vergoeding bestaat uit een geïndexeerde jaarlijkse bijdrage die voldoende zou moeten zijn om voor nieuwbouw, de rente-, afschrijvings- en onderhoud te dekken (www.nza.nl). Kortom de NHC is gebaseerd op een norm die geldt voor een nieuwbouwcomplex tegen de huidige bouwrijzen, rente en onderhoudslasten. Voor de grondkosten is een normbedrag gerekend, waarbij regionale verschillen buiten beschouwing worden gelaten. Onderdeel van het normbedrag voor de grond zijn de sloopkosten van de huidige locatie. Of dit aan de orde is, is per situatie verschillend. De normbedragen worden elk jaar geëvalueerd. De uitgangspunten voor 2018 zijn uiteengezet in tabel 2.1.

Tabel 2.1 Uitgangspunten NHC (Bron: NZA, beleidsregel NHC 2018)

Variabele	Uitgangspunt NHC
Looptijd	30 jaar zonder investering
Rente	4,65%
Bouwtijd	18 maanden
Jaarlijkse instandhouding	0,8% nieuwbouwwaarde
Investering (inclusief BTW) per studio	EUR 134.766 – EUR 172.226 (prijsspeil 1 januari 2008)*
Oppervlakte studio incl. / excl. ondersteuning	70 m2 BVO / 55 m2 BVO
Grondprijs	EUR 253 / m2 BVO (prijsspeil 1 januari 2008)**
Interim-huisvesting en terreinvoorziening	10% opslag op grondprijs
Keukenvoorzieningen	De toeslag voor keukenvoorzieningen bedraagt € 3.570 per m² bvo.
Startkosten	Als normbedrag wordt voor beide type startkosten samen uitgegaan van 1,5% van de bouwkosten (ca. 1,22% van de investeringskosten).
Indexatie	2,5% voor 2018

* afhankelijk van ZZP. ZZP 9 heeft de hoogste investering vanwege hoge kosten behandelruimte

** gemiddelde maatschappelijke grondprijs in Nederland

De NHC varieert per ZZP en of de bewoner bijvoorbeeld een indicatie voor behandeling en/of dagbesteding heeft, maar ruwweg bedraagt de vergoeding circa EUR 900 per maand. Dit kan enkele ZZP's met een intensieve behandeling oplopen tot boven de EUR 1.100 per maand. Voor dit bedrag moet de zorginstelling alle zaken op het gebied van huisvesting zoals de rentelasten of huur en het onderhoud (klein en groot). Dit geldt voor alle ruimtes: studio van de bewoner, gezamenlijke woonkamer, badkamer, dagbestedingsruimte, keukenfaciliteiten, kantoorruimte op locatie, hoofdkantoor, etc.

2.1.3 De NHC als huur

Zorginstellingen hebben niet al hun verpleeghuizen in eigendom, maar sluiten voor hun huisvesting ook regelmatig een huurcontract met een woningcorporatie of een belegger. In het verleden werden de huurcontracten gesloten voor de volledige levensduur van het gebouw (minimaal 30 jaar) waarbij de huur werd vastgesteld op basis van de kapitaalslasten (rente, aflossing). Toen de NHC werd ingevoerd in 2012 en voor de lichtere ZZP's geen huisvesting meer werd vergoed vanuit de overheid leidde dit tot financiële uitdagingen voor zorginstellingen die recent een langjarig huurcontract hadden afgesloten. Met name zorginstellingen die gericht waren op het leveren van lichte zorg (ZZP 1 – 4), het 'verzorgingshuis'. De bewoner moest zelf de huur gaan betalen. Indien de huur die de bewoner kan of mag betalen (substantieel) lager is dan de kapitaallastenvergoeding die de instelling kreeg leverde dit een probleem op bij het betalen van de huur. Met name bij kleinere zorginstellingen met een beperkt aantal locaties was er geen dempende werking van een portefeuille, waarin ook wat complexen zaten waarbij de invoering van de NHC juist gunstig uitpakte. Bijvoorbeeld doordat de kapitaallasten lager waren dan de NHC die werd ontvangen.

Het gevolg was dat de discussie op gang kwam tussen de vastgoedeigenaren en de zorginstellingen hoe de huur met de invoering van de NHC moest worden vastgesteld. Diverse huurcontracten werden omgezet van de oude kapitaallastenuur. De overheid werd na een uitspraak van het College van Beroep voor het bedrijfsleven (2015) verplicht instellingen te compenseren indien zij onevenredig hard geraakt werden door de invoering van de NHC. Ook was het mogelijk in de overgangperiode de vergoeding bij de kapitaallasten op te tellen, die betaalt moest worden door de zorginstelling aan de verhuurder voor het financiële nadeel voor het tussentijds opzeggen van het huurcontract.

Met de invoering van de NHC wordt deze doorgaans als basis gehanteerd om de huur te bepalen (aag.nl, 2017). Hierbij moet de zorgorganisatie rekening houden met het feit dat alle huisvesting vergoed moet worden uit de NHC (ook bijvoorbeeld het hoofdkantoor) en het leegstandsrisico loopt. De huur moet daarnaast worden afgestemd op de huurvoorwaarden in het huurcontract. Met name de afspraken over wie welk onderhoud doet heeft een groot effect op de hoogte van de huur die kan worden betaald. Hier is geen eenduidige richtlijn voor. Zo werkt de Belgische belegger Aedifica in Nederland vrijwel alleen met huurcontracten waarbij al het onderhoud en alle lasten bij de huurder liggen, dit zijn zogeheten triple-net huurcontracten (Aedifica, 2017).

2.1.4 Kenmerken vaste vergoeding verpleeghuiszorg

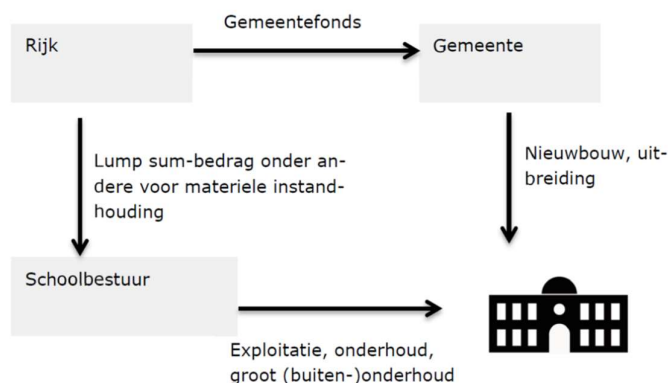
In deze paragraaf is ingegaan op de wijze waarop in de zorg de huisvesting wordt vergoed. Belangrijke kenmerken zijn het normatieve karakter en de koppeling met de (zorg)omzet. Daarnaast is het belangrijk om op te merken dat de vergoeding een wettelijk kader heeft. In paragraaf 2.2 wordt geanalyseerd in welke andere sectoren deze wijze van vergoeden van huisvesting aan de orde is en of de kenmerken vergelijkbaar zijn.

2.2 Vaste vergoeding andere sectoren

In het onderwijs is de overheid een bepalende speler bij de hoogte van de vergoeding voor huisvesting. Gemeenten zijn verantwoordelijk voor de huisvesting van scholen in het basisonderwijs, voortgezet onderwijs en speciaal onderwijs. Voor de financiering hiervan krijgen zij jaarlijks een bijdrage uit het Gemeentefonds. Universiteiten en instellingen aan het (hoger) beroepsonderwijs en de volwasseneneducatie zijn zelf verantwoordelijk voor hun huisvesting. Zij krijgen wel geld van de overheid om hun huisvesting in stand te houden (Rijksoverheid, 2017). De vergoeding voor huisvesting is bepaald op basis van normbedragen voor een investering in nieuwbouw en het bekostigen van het instandhoudingsonderhoud. De hoogte van de bedragen wordt jaarlijks bijgesteld. In een onderzoek in 2017 van Bouwstenen voor Sociaal (bouwstenen.nl, 2017) bleek dat slechts in 9% het gereserveerde budget afdoende was bij nieuwbouw. De VNG (2017) benadrukt dat gemeenten er in 2018 rekening mee moeten houden dat de normen zijn achtergebleven bij de bouwkosten en dat de bouw van een school niet kan tegen de normbedragen. De discussie over de normbedragen wordt volop gevoerd. Er wordt voorgesteld om te gaan naar een marktconforme vaststelling van een investeringsnorm, maar er wordt ook gekeken naar een vast bedrag per leerling per jaar.

Tennekes et al (2017) beschrijven hoe de geldstromen lopen voor het basisonderwijs en hebben daar figuur 2.1 voor opgesteld hetgeen goed weergeeft hoe de relaties liggen.

Figuur 2.1 Geldstromen basisonderwijs gerelateerd aan huisvesting (bron: Tennekes et al, 2017)



De lump sum-vergoeding kan worden gestopt door het Rijk indien het aantal leerlingen daalt. De vergoeding is ook afhankelijk van het aantal groepen en leerlingen. Ondanks deze relatie concluderen Tennekes et al (2017) dat de bekostiging van schoolgebouwen aanbodgestuurd is: over nieuwbouw (en überhaupt het aanbod) van huisvesting aan scholen wordt door de gemeente besloten en betaald. De term voorzieningslogica wordt hieraan gekoppeld.

Op basis van literatuuronderzoek is gekeken of in andere sectoren, naast de zorg en het onderwijs, ook gewerkt wordt met een vaste vergoeding voor huisvesting. Hier is uit gebleken dat dit niet het geval is. Ook in het buitenland zijn er vrijwel geen voorbeelden gevonden waar dit systeem wordt gehanteerd voor huisvesting. Bij infrastructuur wordt hier in sommige gevallen wel mee gewerkt, maar dit heeft dermate andere karakteristieken dat vastgoed dat dit buiten de analyse is gelaten.

2.3 Markthuur voor bepalen vergoeding

In paragraaf 2.1 en 2.2 is ingegaan op de kenmerken van de vaste vergoeding voor huur. In deze paragraaf wordt een theoretisch onderzoek uitgevoerd wat de kenmerken zijn in diverse volwassen vastgoedmarkten, kantoren, winkels en woningen, waar een markthuur aan de orde is. Naast deze markten wordt tevens de hotelmarkt behandeld. Dit, aangezien de markthuur voor zorgvastgoed dermate nieuw is en er geen literatuur over beschikbaar is. De algemene kenmerken van een markthuur van de traditionele vastgoedmarkten worden gehanteerd als basis voor de markthuur in de zorgvastgoedmarkt. Hierbij wordt voor alle markten eerst gekeken of er wettelijke regels zijn voor het bepalen van de huur en vervolgens welke andere aspecten de hoogte bepalen. Dit met als doel om te analyseren welke parallel getrokken kan worden met de regulering op de zorgmarkt en op basis van welke kenmerken een markthuur wordt vastgesteld.

2.3.1 Kantorenmarkt

Voor het bepalen van de hoogte van de huur van een kantoor bestaat geen wettelijk kader. In Burgerlijk Wetboek Boek 7 artikel 230a is een wettelijk kader dat van toepassing is op de verhuur van een kantoor, maar dit heeft geen invloed op de hoogte van de huur en wordt verder buiten beschouwing gelaten.

Er is veel onderzoek gedaan naar wat de huurprijs bepaalt van een kantoor. Zo concludeerde De Heus (2014) dat het openbaar vervoer, de omgeving, de kwaliteit en het management van het gebouw in toenemende mate hierbij belang zijn. Echter, zo stelde hij, op basis van literatuuronderzoek, is de hoogte van de huur met name afhankelijk van de locatie. Dit is ook zichtbaar in de kantorenmarkt. De hoogte van de huur per m² voor kantoren wordt vaak ingedeeld naar type locatie.

De NVM (2016) beschrijft A-, B- en C-locaties. Met name de locatie in een stad en de bereikbaarheid is hierbij leidend. De relatie tussen de bereikbaarheid en de ligging in een stad wordt gemaakt met de functie van het kantoor. Een toplocatie wordt gedefinieerd als *“een gebied in een stad met een hoogontwikkelde stedelijke economie en een sterk gediversifieerde zakelijke dienstverlening, waar zich een sterke concentratie van hoogwaardige kantoorfuncties voordoet”* (NVM, 2016). Deze concentratie is de laatste jaren alleen maar toegenomen wat een forse impact heeft op ontwikkeling van de huur.

Kortom de markt van vraag en aanbod bepaalt de huur voor een kantoor van een bepaalde kwaliteit. De vraag en het aanbod verschilt per locatie en in de tijd.

2.3.2 Winkelmarkt

In het Burgerlijk Wetboek zijn diverse artikelen van toepassing op de verhuur van winkelruimte (bedrijfsruimte in het BW) waarbij artikel 7:303 BW van invloed is op de hoogte van de huur. Diverse wettelijke kaders zijn gegeven over de lengte van het huurcontract en andere voorwaarden die van invloed kunnen zijn op de huur, maar dat is indirect. In het genoemde artikel staat vermeld dat de huurder en verhuurder de rechter kunnen verzoeken de huurprijs te laten aanpassen (Burgerlijke Wetboek). Dit verzoek kan worden gedaan indien de huurtermijn afloopt en indien een van de partijen kan aantonen dat op basis van vergelijkbare winkelruimten de huurprijs niet correct is. Kortweg, komt dit erop neer dat de huur wordt bepaald door de andere winkelruimten. De rechter heeft zelf geen grond om op basis van andere gegevens dan markttransacties de huur te bepalen. Dit betekent dat de markt uiteindelijk bepaald wat de huur is voor een winkelruimte.

De theorie van Christaller (1933) gaat er vanuit dat voor het vestigen van winkels een bepaalde drempelwaarde, reikwijdte, marktgebied en verzorgingsbereik moet zijn. De hoogte van de huur is hier tevens aan te koppelen (Braan, 2017). Zo schrijft Cushman & Wakefield (2017) dat de winkelmarkten in grotere steden

verbeteren. Het aantal bezoekers en het groeiend aantal internationale retailers is hier debet aan. Het tegenovergestelde geldt dan ook voor kleinere winkelgebieden, hier dalen het aantal bezoekers en stijgen de lege winkelunits. Om dit te illustreren met cijfers: een m² winkelruimte in de Kalverstraat in Amsterdam kost EUR 3.000, waar dit gemiddeld in Nederland EUR 150,- is. (NVM, 2016). Dit is een factor 20 verschil. De reden voor dit verschil is deels bepaald door de vraag en het aanbod. Echter, in lijn met de centrale plaatsentheorie, zou kunnen worden beargumenteerd dat indien het aanbod wordt vergroot op een toplocatie zoals in de Kalverstraat, dit een positief effect heeft op de hoogte van de huurprijs. Immers, het agglomeratie effect neemt toe. Het winkelend publiek heeft meer keuze waardoor nog eerder de keuze wordt gemaakt voor de Kalverstraat en niet voor een andere locatie (Tordoir, 2012) hetgeen de prijzen verhoogd. De vraag is, zoals ook door Cushman & Wakefield aangegeven, hoog op deze locaties. Kortom, diverse retailers zijn in staat de hoge huren te bekostigen en willen liever op een locatie zitten die EUR 3.000 / m² kost in plaats van een locatie die twintig keer zo goedkoop is. De brengt het inzicht dat de omzet en winstgevendheid voor een groot deel de hoogte van de huur bepalen.

Dit schept de verwachting dat er onderzoek is gedaan naar de omzet en/of de winst van een retailer en de huur die betaald wordt, hetgeen niet het geval is. Wel schrijft Zur Lage (2016) in zijn onderzoek naar de voor- en nadelen van omzethuur dat er verschil zit tussen een aanbieder van luxe verzorgingsartikelen en een modewinkel, waarbij de eerste circa 10-15% kan betalen en de modewinkel 8-10%. In het onderzoek wordt bij de analyse het uitgangspunt gehanteerd dat circa 10% van de omzet kan worden uitgegeven aan huur. In Nederland is omzetgerelateerde huur ongebruikelijk vanwege onder meer de wetgeving, de onzekerheid over de huurontwikkeling en de onbekendheid met omzethuur (Buvelot, 2007). Eeken en De Boer (2007) definieerden omzet huur als een verhuursituatie, waarbij de retailer aan de verhuurder een aan de behaalde omzet gerelateerde huurvergoeding betaalt. Concluderend kan worden gesteld dat deze relatie impliciet aanwezig is op de Nederlandse winkelhuurmarkt, maar dat de huurcontracten niet op deze basis worden gesloten. De omzet is wel een belangrijk onderdeel van de huurprijsbepaling.

Kortom de markt van vraag en aanbod bepaalt de huur voor een winkelruimte op een bepaalde locatie. Ook de kwaliteit van de ruimte is medebepalend. De locatie en de omzet zijn de belangrijkste kenmerken.

2.3.3 Hotelmarkt

De hotelmarkt is een relatief kleine vastgoedbeleggingscategorie in Nederland waar weinig over is geschreven, maar wel in opkomst. In 2017 zal circa EUR 1 miljard worden belegd in hotels, waar dit in 2016 nog minder dan EUR 600 miljoen was (Colliers, 2017). Domínguez Saínza (2016) beschrijft verschillende type huurovereenkomsten waarbij de huur afhankelijk is van omzet of het resultaat. Daarnaast wordt in de hotelmarkt gewerkt met een vaste huur die afhankelijk is van de kwaliteit en de locatie.

Voor hotel geldt dat de omzet de belangrijkste driver is voor de huur. Deze omzet wordt grotendeels bepaalde door de kwaliteit en de locatie.

2.3.4 Woningmarkt

Over de huurprijs van woningen in Nederland is veel geschreven. De markt is ook volop in ontwikkeling, met name qua wetgeving. De markt voor huurwoningen wordt in twee hoofdcategorieën ingedeeld, namelijk sociale huurwoningen en geliberaliseerde huurwoningen. Een sociale huurwoning is een woning met een huurprijs tot EUR 710,68 (in 2018). De maximale huurprijs ligt wettelijk vast in de Uitvoeringswet Huurprijzen Woonruimte (onderdeel Burgerlijk Wetboek). Op basis van het hierin vastgelegde woningwaarderingssysteem (WWS) wordt het aantal punten van de woning vastgesteld, wat de basis vormt voor de huurprijs. Sinds 2015 is de WOZ waarde een belangrijke factor bij het bepalen van het aantal WWS-punten (Rijksoverheid, 2017). De relatie tussen de

woningwaarde en de huurprijs is zodoende in bepaalde mate aanwezig. Voor woningen vanaf 145 punten stelt de verhuurder de huurprijs zelf vast. Dit zijn de geliberaliseerde huurwoningen. De overheid heeft alleen wetgeving opgesteld voor het vaststellen van de huurprijs van de sociale huurwoningen.

Interessant is te analyse op basis van welke aspecten het aantal punten wordt vastgesteld bij sociale huurwoningen en verder in te zoomen op hoe de huurprijs van geliberaliseerde huurwoningen tot stand komt.

Het WWS is in 1979 ingevoerd en is sindsdien meerdere keren gewijzigd. Sinds 2015 wordt de huurprijs bepaald door het toekennen van punten aan: de oppervlakte van de woning, het aantal ruimten dat verwarmd is, de energieprestatie, de grootte van het keukenblad, het sanitair (bad, douche, toiletten), privé buitenruimte en de WOZ waarde (Rijksoverheid.nl, 2017). De grootste verandering die is doorgevoerd in 2015 is het meenemen van de WOZ waarde bij de berekening. De reden hiervoor is dat de hoogte van het aantal punten meer in lijn kwam te liggen met de waarde van de woning (Blok, 2015). De WOZ-waarde impliceert hiermee overeen te komen met de marktwaarde van de woning. Scholte Lubberink en Van der Post (2016) concluderen dat de WOZ-waarde geen betrouwbare indicatie is van de marktwaarde van woningen. Hun analyse is uitgevoerd op vastgoed dat in beheer is bij de Rijksoverheid. Voor de woningen gold dat amper 30% van de woningen binnen een bepaalde bandbreedte overeenkwamen. Daarnaast zou het nieuwe systeem de berekening eenvoudiger moeten maken. Six-Hummel (2015) betoogt echter dat het nieuwe systeem niet eenvoudiger is geworden. Kortom het nieuwe systeem functioneert nog niet optimaal, maar sluit beter aan bij de locatie en kwaliteiten dan het voorheen deed. In het verleden was het aantal punten niet gerelateerd aan de locatie (grachtengordel of Winschoten), maar met name gerelateerd aan de oppervlakte van de woning. Door de invoering van de relatie met de WOZ-waarde is deze relatie, hetzij nog niet optimaal, wel gelegd. Zo concludeert Schuld (2017) dat door het toevoegen van de WOZ-waarde marktwerking wordt toegevoegd. Dit wordt gezien als een goede manier om de doorstroming te bevorderen op de huurwoningmarkt.

Voor geliberaliseerde huurwoningen gelden geen wettelijke bepalingen voor de hoogte van de huur. In 2017 is er wel een uitgebreide discussie gevoerd over het toevoegen van meer woningen met een huurprijs tot maximaal EUR 1.000 per maand. Zo heeft de gemeente Amsterdam hier strikte eisen aan gekoppeld bij het uitgeven van erfpachtgrond. Desalniettemin is er geen wettelijk kader voor het vaststellen van de huurprijs. Voor ontwikkelaars is het financieel interessant om zogeheten micro-appartementen te realiseren, aangezien de opbrengst per m² significant hoger is dan grotere appartementen en dit de beschikbaarheid van het aantal appartementen snel laat toenemen (Schmidt, 2017) hebben de neiging zo klein mogelijke appartementen te realiseren die net voldoende punten hebben om geliberaliseerd te mogen worden verhuurd. Het risico van onderschatting van de huurprijs ligt op de loer voor deze kleine appartementen (Francke, Harleman en Kosterman, 2017).

De vraag is dan wat de belangrijkste determinanten zijn voor het bepalen van de huurprijs. Francke, Harleman en Kosterman (2017) concluderen dat de locatie, de woningoppervlakte, het bouwjaar en de onderhoudstoestand hierin leidend zijn. De verhouding tussen deze drie aspecten is niet verder onderzocht. Daarnaast impliceert deze benadering dat ongeacht de vraag en het aanbod de huur afhankelijk is van deze factoren. Echter, in Amsterdam wordt de discussie over het feit dat er meer middenhuurwoningen moeten worden toegevoegd pas vanaf 2016 gevoerd. Dit heeft een aantal redenen: de strengere eisen voor wie in aanmerking komt voor een sociale huurwoning (Wiltjes, 2017), de stijgende prijzen van koopwoningen en het beperkte aanbod (Lucas, 2016). Daarnaast is de vraag een bepalende factor. Zo waren er in 2017 voor elke geliberaliseerde huurwoningen in Amsterdam zes serieuze belangstellenden (Parool, 2017).

Concluderend kan worden gesteld dat de woningmarkt een gecompliceerde markt is bij het bepalen van de huurprijs. Er is voor een groot deel van de woningen regelgeving op van toepassing. Uiteindelijk zijn in de geliberaliseerde huurwoningmarkt de vraag en het aanbod leidend voor de huurprijs. De vraag naar bepaalde type woningen op specifieke locaties is fors hoger dan elders waardoor de locatie ook van groot belang is.

2.3.5 Conclusie

De rode draad bij alle sectoren is dat vraag en aanbod bepalend zijn bij het bepalen van de hoogte van de huur. De vraag en het aanbod worden bepaald door de locatie en de kwaliteit van het vastgoed. In welke mate de locatie of de kwaliteit van het vastgoed bepalend is, is per sector en per locatie verschillend. Naast deze twee aspecten is de omzet (in de winkel- en hotelsector) een belangrijke factor. De overheid heeft een grote rol op de woningmarkt bij sociale huur, maar een wettelijk kader ontbreekt bij de andere sectoren en de vrije sector.

2.4 Kenmerken huursystemen

In dit hoofdstuk is geanalyseerd op welke wijze de huur van vastgoed tot stand bij een systeem met een vaste vergoeding en bij een systeem met een markthuur. De kenmerken van de verschillende huursystemen die in de literatuur naar voren zijn gekomen uit de verschillende vastgoedmarkten welke relevant zijn voor dit onderzoek zijn in tabel 2.2 weergegeven.

Tabel 2.2 samenvatting kenmerken vaste vergoeding en markthuur

	Vaste vergoeding	Markthuur
Afhankelijk van locatie	Nee	Ja
Variabel	Nee	Ja
Omzetgerelateerd	Ja	Nee*
Wettelijk kader hoogte huur	Ja	Nee**
Afhankelijk van vraag/aanbod	Nee	Ja
Afhankelijk van kwaliteit vastgoed	Nee	Ja

*In enkele gevallen is de markthuur gekoppeld aan de omzet, maar dit is in Nederland niet de basis voor de markthuur.

** het wettelijk kader op de woningmarkt is voor de sociale huursector. Hier is geen sprake van markthuur.

De kenmerken van de vaste vergoeding en de markthuur verschillen, zoals blijkt uit tabel 2.2. Het gevolg is dat dit de hypothese onderschrijft dat er mogelijk een verschil in risico is voor een belegger wanneer de huur is gebaseerd op een vaste vergoeding of de markthuur. Om hier nader op in te kunnen gaan, dient eerst geformuleerd te worden op welke wijze het risico inzichtelijk gemaakt kan worden. In hoofdstuk 3 wordt ingegaan op de wijze waarop voor een vastgoedbelegger het risico bepaald kan worden, waarbij de relatie tussen de risico's en de kenmerken van het huursysteem uit tabel 2.2 tegen elkaar worden afgezet om een verwachting voor de interviews te kunnen bepalen.

Hoofdstuk 3 Theoretische bespreking inzake risico's beleggen in zorgvastgoed

Zoals in het onderzoeksmodel is weergegeven, wordt onderzocht wat de invloed is van de wijze waarop de huur wordt betaald aan de zorginstelling, op het risico voor de vastgoedbelegger. In hoofdstuk 2 is een beschouwing gemaakt van de huursystematiek in de zorg en andere vastgoedcategorieën om te kunnen vaststellen wat de kenmerken zijn van een systeem met een vaste vergoeding in de zorg en een systeem met een markthuur.

In dit hoofdstuk wordt geanalyseerd op welke wijze het risico inzichtelijk kan worden gemaakt voor een zorgvastgoedbelegger bij de beschreven huursystemen, waarbij op basis van de theorie een shortlist van relevante risico's wordt vastgesteld, die de mate van risico bepalen in het kader van dit onderzoek. Na deze analyse wordt de uitkomst van hoofdstuk 2, de kenmerken van de huursystemen, gecombineerd met de uit de theorie relevante risico's om te bepalen of er een relatie gelegd kan worden tussen de kenmerken van de huursystemen en de risico's van de vastgoedbelegger. Dit dient als basis voor het onderzoek.

3.1 Risico's gerelateerd aan het huursysteem

Gestart wordt met een algemene beschrijving van de risico's van een vastgoedbelegger (3.1.1.1) waarna de theorie inzake kwalitatieve risicoanalyse wordt behandeld (3.1.1.2). Het doel is te komen van een longlist, van alle risico's die in de vastgoedliteratuur bij het doen van kwalitatieve risicoanalyse worden behandeld, tot een shortlist van risico's (3.1.1) welke een relatie hebben met het huursysteem en relevant zijn voor een zorgvastgoedbelegger (3.1.2). Tenslotte wordt de theorie onderzocht inzake de werking van het vastgoedsysteem en hoe dit van invloed is op het risico voor een vastgoedbelegger.

3.1.1 Risico's vastgoedbelegger

3.1.1.1 Ontwikkeling risicobepaling voor vastgoedbelegger

Over risico's is veel geschreven. De basis voor het bepalen van risico werd een eeuw geleden gelegd door Knight (1921). Hij schreef dat risico kan worden verklaard door het meetbaar maken van willekeur. Dit impliceert dat risico's vrijwel altijd te managen zijn, indien de juiste manier wordt gevonden. Ook het onderscheid tussen onzekerheid en risico is in zijn publicatie benadrukt. Interessant in dat kader is de studie van Lo en Mueller (2010) over de niveaus van onzekerheid. Zij definiëren vijf niveaus: van volledige zekerheid (niveau 1) tot onherleidbare onzekerheid (niveau 5). De term risico koppelen zij aan niveau 2 waarbij het mogelijk is met kansberekening en standaarddeviaties met het risico om te gaan.

Voor het bepalen van het risico van vastgoedbeleggingen is door Markovich (1952) de Moderne Portefeuille Theorie (MPT) ontwikkeld. Door middel van spreiding en diversificatie verlaagt een belegger het risico van een belegging. Op basis van historische gegevens kan de standaarddeviatie en het rendement worden berekend van een portefeuille. Deze methodiek sluit aan bij de definitie van Lo en Mueller (2010) over hoe om te gaan met risico (niveau 2 onzekerheid). Als individuele beleggingen niet of negatief met elkaar correleren kan een portefeuille worden samengesteld die een lager risicoprofiel heeft. De spreiding neemt toe en het risico daalt. Op deze wijze is een optimale portefeuille samen te stellen op basis van de mate waarin een belegger risico wenst te nemen.

Dit model is verder ontwikkeld door Sharpe & Lintner. Zij ontwikkelden het Capital Asset Pricing Model (CAPM) (Sharpe, 1964); (Lintner, 1965). Hiermee kan bepaald worden wat het risico is van een individuele asset ten opzichte van de optimale portefeuille.

Het risico van een belegging wordt in de literatuur vrijwel altijd bepaald op basis van de resultaten uit het verleden door middel van het berekenen van de standaarddeviatie en het rendement. De benadering van het bepalen van het risico op basis van de behaalde resultaten is ingewikkeld voor een relatief nieuwe vastgoedbeleggingscategorie en niet betrouwbaar. Er zijn immers geen of een beperkte aantal behaalde resultaten. Daarnaast zijn er dermate veel veranderingen geweest in de wijze van het vergoeden van huisvesting in de zorg dat er vrijwel geen vastgoedbeleggingen zijn die in aanmerking zouden kunnen komen voor deze analyse. Het huidige systeem in de verpleeghuiszorg met de vaste vergoeding (Normatieve huisvestingscomponent) is pas sinds 2012 ingevoerd met een overgangssysteem tot 2018. Het aantal beleggingen op basis van dit huursysteem is de afgelopen drie jaar gestegen. Dit is een te korte periode voor een goede cijfermatige analyse. Een kwantitatieve analyse is zodoende niet haalbaar in fase waarin de zorgvastgoedbeleggingsmarkt zich bevindt in Nederland.

Daarnaast is het zo dat indien dit wel had gekund er wel antwoord gegeven had kunnen worden op de vraag of er een verschil in risico is, maar niet waardoor dit komt. Immers, ook al zou de mate van het risico kunnen worden bepaald, dan is alsnog het risico niet verklaard. Er zouden uitgebreide analyses moeten plaatsvinden op verschillende typen zorgvastgoed om te kunnen achterhalen welke kenmerken van het zorgvastgoed het risico bepalen.

3.1.1.2 Kwalitatieve risicoanalyse

Vanwege het ontbreken van een goede kwantitatieve basis wordt de theorie over risicomanagement in vastgoed als basis gehanteerd. Dit is een kwalitatieve benadering. Dit is een relatief klein onderzoeksgebied in vergelijking tot de kwantitatieve onderzoeken over de risico's van vastgoedbeleggen, maar in de literatuur is hiervoor wel reeds een goede basis gelegd. De risico's die

Mouchakka (2012) schreef dat met name exogene schokken niet te voorspellen zijn waardoor het risico van vastgoedbeleggingen met de MPT of het CAPM lastig te bepalen zijn. Hij definieerde vijf categorieën in een risicomodel voor een vastgoedportefeuille: vastgoedexposure, 'vintage year', sectorexposure, vreemd vermogen en exogene variabelen. De vastgoedexposure is te bepalen op basis van de reeds besproken modellen. Met vintage year wordt bedoeld dat de spreiding in de portefeuille van bijvoorbeeld uitgaven van groot belang is in verband met het cyclisch karakter van vastgoed. De sectorexposure wordt uiteengezet in geografie, risico (laag/middel/hoog), levenscyclus (nieuw/herontwikkelobject), investeringsconstructie en de manager. De mate waarin vreemd vermogen wordt gehanteerd bepaald een groot deel van het risico doordat bij dalende waarden de bank eerder zal ingrijpen en de hefboomwerking harder negatief kan uitpakken. De meest interessante categorie is de laatste: exogene factoren. Deze zijn niet kwantitatief en niet noodzakelijkerwijs voor een specifieke asset van toepassing. Deze variabelen verdienen echter wel degelijk een periodieke overweging.

Berkhout et al (2014) hebben onderzocht welke risico's vastgoedbeleggers van belang achten en hoe de financiers van de beleggers de risico's percipieerden. In dit onderzoek zijn vijf hoofdcategorieën gedefinieerd: managementrisico, landenrisico, vastgoedmarktrisico, structuur risico en financieel risico. De beleggers en hun financiers beoordelen beide vastgoedmarktrisico als de belangrijkste categorie. Daarnaast verschilt de mening van de beleggers met die van de financiers op de andere terreinen. Zo is voor de financier het managementrisico relatief belangrijk. Voor de belegger zelf is dit begrijpelijkerwijs minder van belang aangezien dit is waar de belegger voor wordt ingehuurd.

Nolan en Rockefeller (2013) stellen dat internationale vastgoedinvesteringen in opkomende landen specifieke risico's hebben waaronder wisselkoersfluctuaties, economisch en politiek risico. Op macroniveau betreft een van de risico's de acties van de overheid betreffende wijzigingen in de regelgeving. Daarnaast benoemen zij op microniveau dat het lokale politieke klimaat in een bepaalde regio van invloed kan zijn op het bedrijf van een huurder of huurders die de belangrijkste gebruikers en bewoners van het vastgoed van de belegger zijn. Onderzoek hiernaar is van essentieel belang bij het investeren.

In een analyse van Beets (2007) wordt een model gepresenteerd met vier hoofdcategorieën: marktrisico, object- en portefeuillerisico, operationeel risico en partnerrisico. De tabel 3.1 geeft de subcategorieën weer.

3.1 Risicocategorieën vastgoedbelegging (bron: Beets, 2007).

Hoofdzaak	Risicoaspect
1. Marktrisico	Vastgoedmarktrisico
	Kapitaalarisico
2. Object-, portefeuillerisico	Objectrisico
	Structuurrisico
	Fiscale en juridische structuurrisico's
	Funding
3. Operationeel risico	Operationeel/reputatierisico's
4. Partnerrisico	Partnerrisico
	Kopersrisico
	Verkoperrisico

Per categorie bespreekt Beets hoe dit type risico verlaagd kan worden voor zorgvastgoed. Interessant om in het kader van dit onderzoek te noemen, is hoe de risico's gerelateerd aan de verhuur verlaagd kunnen worden. Beets benoemt in dit kader dat het van belang is dat er goede research plaats moet vinden om de mogelijkheden voor wederverhuur of hergebruik aan vergelijkbare huurders in kaart te hebben bij de verwerving. Met deze informatie kan de afweging worden gemaakt voor een wat korter of langer huurcontract en maakt dit de belegging meer liquide. Voor een belegger, benadrukt Beets, reduceert een lang huurcontract per definitie het risico.

Het model van Reilly en Brown (2012) dat uitgaat van vijf factoren die het risico bepalen van een specifieke belegging. Deze factoren zijn:

- Bedrijfsrisico (bedrijf en sector).
- Financiële risico's (met name gericht op vreemd vermogen).
- Liquiditeitsrisico's van de belegging.
- Valutarisico indien in een land met een andere valuta wordt belegd.
- Land-/politiek risico.

In zijn onderzoek naar de risico's van beleggen in zorgvastgoed hanteert Baan (2016) drie factoren uit het model van Reilly en Brown (2012): bedrijfsrisico's (leegstand en partnerrisico), liquiditeitsrisico's (liquiditeit / beperkte vrije verhandelbaarheid) en land-/politiek risico (wet- en regelgeving en rol van de overheid). De conclusie uit het onderzoek is dat door een optimale samenwerking tussen een belegger en zorgaanbieder het partnerrisico kan worden geminimaliseerd en door voldoende kennis van de sector bij een belegger kan het risico voor wijzigende wet- en regelgeving en de rol van de overheid worden verlaagd.

Ook Van der Gijp (2014) benoemt deels vergelijkbare risico's bij het beleggen in zorgvastgoed, zijnde politiek risico en partnerrisico. Het politiek risico wordt met name gezien op het gebied van ontwikkelingen op de woningmarkt. Door het scheiden van wonen en zorg wordt de zorgmarkt meer gekoppeld aan de wetgeving op de woningmarkt. Daarnaast wordt opgemerkt dat de NHC zich leent voor bezuinigingen in de toekomst. Over het partnerrisico wordt geconcludeerd dat dit goed te managen is door de juiste afspraken met de juiste zorgaanbieder te maken. Daarnaast beschrijft Van der Gijp (2014) het vastgoedmarktrisico en beleggingsmarktrisico. Het vastgoedmarktrisico is met name gekoppeld aan de vraag naar zorgvastgoed op de lange termijn. Het beleggingsmarktrisico is hier deels aan gekoppeld. De ontwikkeling van de waarde en de huur zijn met name in relatief jonge markt risico's voor zorgvastgoed. Er zijn nog geen lange termijn reeksen beschikbaar om hier een betrouwbare inschatting van te maken.

Over de risico's van het beleggen in vastgoed is veel geschreven in relatie tot andere beleggingscategorieën (obligaties, aandelen, etc.). In het kader van dit onderzoek is het van belang op te merken dat vastgoed een hoog en relatief stabiel kasrendement oplevert (Van Wetten, 2014). Dit komt doordat de huurcontracten gekoppeld aan het vastgoed een hoge mate van zekerheid geven over het kasrendement. De huurverhoging wordt doorgaans ook gekoppeld aan inflatie hetgeen het risico verder verlaagd.

De rol van de overheid komt veelvuldig terug als risico. Zo publiceert het EIB (2015) een overzicht van de courantheid van zorgvastgoedbeleggingen. Daarbij wordt de indeling gehanteerd zoals beschreven in paragraaf 2.1. Over de care sector, en dan specifiek het woonzorgvastgoed dat de grootste submarkt in zorgvastgoed is, schrijft het EIB dat er sprake zal blijven van aangepast vastgoed gericht op het verlenen van zorg. Daarbij wordt opgemerkt dat deze sector sterk afhankelijk blijft van de overheidsfinanciering. Opmerkelijk is dat bij de privetehuizen, welke in de basis dezelfde zorg leveren aan de bewoners als in het woonzorgvastgoed, de rol van de overheid beperkt is.

In andere landen wordt dit risico inmiddels lager ingeschat, omdat daar reeds langer in zorgvastgoed wordt belegd. Zo wordt in de Verenigde Staten reeds bijna 20 jaar in zorgvastgoed belegd. Dit zijn wel met name ziekenhuizen. In het begin waren beleggers terughoudend, maar inmiddels zijn veel beleggers in hoge mate geïnteresseerd in ziekenhuizen vanwege de stabiele inkomsten, de lange huurcontracten en de hoge toetredingsdrempels. Ondanks de macht van de huurder wordt een belegging als veilig beschouwd (M.N. Wall Street Transcript, 2009).

Concluderend kan worden vastgesteld dat er veel is geschreven over het risico voor een vastgoedbelegger. De nadruk ligt hierbij op het bepalen van de standaarddeviatie in relatie tot het behaalde rendement (Sharpe ratio). Daarnaast zijn diverse onderzoeken uitgevoerd naar de bron van de risico's. In tabel 3.2 wordt een overzicht gegeven van de risico's die in deze paragraaf in de literatuur zijn behandeld. Er ontstaat een longlist van 37 risico's die worden genoemd.

Tabel 3.1 longlist met risico's vastgoedbelegging uit de literatuur

Risico	Bron
Vastgoedexposure	Mouchakkaa
Vintage year	Mouchakkaa
Sectorexposure	Mouchakkaa
Vreemd vermogen	Mouchakkaa
Exogene variabelen	Mouchakkaa
Managementrisico	Berkhout et al
Landenrisico	Berkhout et al
Vastgoedmarktrisico	Berkhout et al
Structuur risico	Berkhout et al
Financieel risico	Berkhout et al
Wisselkoersfluctuaties	Nolan en Rockefeller
Economisch	Nolan en Rockefeller
Politiek risico – macro: overheidswijzigingen in de regelgeving	Nolan en Rockefeller
Politiek risico – micro: lokale politieke klimaat	Nolan en Rockefeller
Vastgoedmarkt	Beets
Kapitaalmarkt	Beets
Object	Beets
Structuur	Beets
Fiscaal en juridisch	Beets
Funding	Beets
Operationeel / reputatie	Beets
Partner	Beets
Koper	Beets
Verkoper	Beets

Bedrijfsrisico's	Reilly en Brown
Financiële risico's	Reilly en Brown
Liquiditeitsrisico's	Reilly en Brown
Valutarisico	Reilly en Brown
land-/politiek risico	Reilly en Brown
Partnerrisico	Baan
Liquiditeit	Baan
Wet- en regelgeving / rol van de overheid	Baan
politiek risico	Van der Gijp
partnerrisico	Van der Gijp
Vastgoedmarktrisico	Van der Gijp
Beleggingsmarktrisico	Van der Gijp

Er zit een hoge mate van overlap tussen de risico's die in de literatuur worden genoemd. De risico's zijn zodoende geclusterd in tabel 3.3. De geschoonde lijst is weergegeven in tabel 3.4. met tussen haakjes het aantal keren dat het type risico voorkomt in de bestudeerde literatuur. In totaal is de longlist van 37 risico's geclusterd naar 12 risico's. De nadruk ligt bij de verschillende onderzoeken net wat anders, maar ruwweg komen de risico's goed overeen. Deze risico's worden in 3.1.2 nader geanalyseerd inzake hun relatie met het huursysteem.

Tabel 3.3 overzicht risico's vastgoedbeleggen geclusterd, niet geschoond.

Risico	Bron
Vastgoedmarkt, Liquiditeitsrisico's, Vastgoedmarktrisico, Liquiditeit, vastgoedmarktrisico, Funding, vastgoedexposure	Beets, Reilly en Brown, Van der Gijp, Baan, Berkhout et al, Mouchakkaa
Kapitaalmarkt, Financiële risico's, vreemd vermogen	Beets, Reilly en Brown, Mouchakkaa
Beleggingsmarktrisico, Verkoper/koper, sectorexposure	Van der Gijp, Beets, Mouchakkaa
Object, vintage year	Beets, Mouchakkaa
Structuur, structuur risico	Beets, Berkhout et al
Fiscaal en juridisch	Beets
Financiële risico's, financieel risico, economisch	Reilly en Brown, Berkhout et al, Nolan en Rockefeller
Operationeel / reputatie	Beets
Partner Partnerrisico partnerrisico bedrijfsrisico's, managementrisico	Beets, Reilly en Brown, Baan, Van der Gijp, Berkhout et al
Wet- en regelgeving / rol van de overheid, land-/politiek risico, politiek risico, politiek risico, landenrisico	Nolan en Rockefeller, Berkhout et al, Reilly en Brown, Baan, Van der Gijp
Valutarisico, wisselkoersfluctuaties	Reilly en Brown, Nolan en Rockefeller
exogene variabelen	Mouchakkaa

Tabel 3.4 overzicht risico's vastgoedbeleggen geclusterd, geschoond.

Vastgoedmarkt (gebruiker)	(6)
Politiek risico	(5)
Partner	(4)
Kapitaalmarkt (financier)	(3)
Beleggingsmarkt	(3)
Financiële risico's	(3)
Object	(2)
Structuur	(2)
Valutarisico	(2)
Fiscaal en juridisch	(1)
Operationeel	(1)
Exogene variabelen	(1)

3.1.2 Risico's belegger gerelateerd aan huur

In paragraaf 3.1.1 is onderzocht wat in de literatuur is beschreven over hoe de risico's van het beleggen in vastgoed. In dit onderzoek ligt de focus op de risico's van de vastgoedbelegger gerelateerd aan de wijze waarop de huurder zijn inkomsten gerelateerd aan zijn huisvesting ontvangt. Deze inkomsten staan in relatie tot de huur die de belegger ontvangt. Zodoende wordt gekeken of en zo ja welke wijze risico's uit de literatuur gerelateerd zijn aan de huur. In paragraaf 3.1.1 zijn diverse onderzoeken aangehaald die gericht waren op de risico's die in toenemende mate gelden voor zorgvastgoed. In deze paragraaf wordt dieper ingezoomd op de situatie voor verpleeghuiszorg in Nederland waarbij wordt gekeken of er een relatie is tussen de risico's uit tabel 3.4 of dat er geen relatie aanwezig is waardoor de desbetreffende risico's uit de verdere analyse worden gehouden.

Vastgoedmarkt (gebruiker)

Er dient voldoende vraag te zijn vanuit de gebruikers van het vastgoed om een bepaalde markthuurlen te betalen. In een vrije markt, daalt de huur indien de vraag vanuit de gebruikers daalt (bij gelijkblijvend aanbod). Zoals beschreven in hoofdstuk 2 zijn er grote verschillen in de manier waarop de huurprijs tot stand komt in de verschillende vastgoedmarkten. In een groot aantal markten komt deze tot stand door vraag en aanbod welke met name wordt bepaald door de locatie, het type vastgoed en de kwaliteit van het vastgoed. Daarnaast is de vraag afhankelijk van de omzet die behaald kan worden in een bepaald type vastgoed. In de zorg is de vergoeding niet afhankelijk van vraag en aanbod, maar bepaald door de overheid. De vraag bepaalt wel mede het aanbod (het aantal verpleeghuizen). Echter, bepaalt de overheid of de aanbieder van verpleeghuisvesting of de aanbieder een contract krijgt om de zorg te leveren en zodoende een vergoeding voor de huisvesting. Dit risico heeft een relatie met het huursysteem en wordt meegenomen in de analyse.

Politiek risico

Het politiek risico is een risico dat breed wordt geïnterpreteerd en in bepaalde mate aan de andere risico's is gelinkt. In de basis is het politiek risico voor een vastgoedbelegger direct gekoppeld aan het beleggen in vastgoed. Met andere woorden op welke manier beïnvloedt het beleid van de overheid de aantrekkelijkheid van het beleggen in vastgoed. Dit kan bijvoorbeeld door de mate van belastingen van vastgoedbeleggingen of de beschikbaarheid van vastgoedbeleggingen. Zo is in Amsterdam in 2017 besloten dat slecht 20% van alle nieuwbouwwoningen een niet gereguleerde huurwoning mag zijn (gemeente Amsterdam, 2017). Indien een belegger zich richt op groei in dit segment heeft dit forse impact.

In de literatuur is weinig geschreven over het politiek risico bij vastgoedbeleggen, maar wel over politiek risico als begrip. Titman et al (2011) definiëren het als de invloed van een politieke beslissing op de economie die een stabiliserend of destabiliserend effect hebben op de vrije markt. Belangrijk hierin zijn twee aspecten: het aggregatieniveau van het risico en de directe of indirecte link met de huur. In tabel 3.5 is een overzicht weergegeven dat is opgesteld door Waszkiewicz (2017) op basis van de risico's welke zijn benoemd door Titman et al (2011) en Alon & Herbert (2009).

Tabel 3.5 indeling politiek risico op micro- en macro-economisch en globaal niveau.

Factoren	Micro-economisch	Macro-economisch	Globaal
	Project	Institutionele tekortkomingen	Anti-globalisatie Milieubewustzijn
	Bedrijf	Sociale condities	Armoede
	Industrie	Economisch beleid	Terrorisme en oorlog
	Land	Overheidsactie	Supranationale overheid
		Nationale veiligheid	Internationale crisis

Bron: Waszkiewicz (2017) gebaseerd op Titman, Kewon en Martin (2011) en Alon & Herbert (2009)

De belangrijkste politieke risico's bij zorgvastgoed gerelateerd aan de huur zijn institutionele tekortkomingen en overheidsacties. De andere aspecten, zoals een internationale crisis, hebben geen directe relatie met de huur

maar beïnvloeden de algemene economie en daardoor ook de huur. Samenvattend kan worden gesteld dat het politiek risico een relatie heeft met het huursysteem en wordt meegenomen in de analyse.

Partner

Het partnerrisico wordt vaak genoemd in relatie tot de vastgoedbeleggingen in de zorg. Eerder is reeds aan de orde gekomen dat er lange termijn huurcontracten worden gesloten. De huur is hierin een essentiële voorwaarde. Zoals besproken is in de paragraaf over de NHC is de huur bij intramurale verpleeghuizen gekoppeld aan deze vaste vergoeding. Deze vergoeding is gekoppeld aan de afspraak die de instelling kan maken met de overheid (zorgkantoor). Het partnerrisico is zodoende direct gekoppeld aan de huur. De wijze waarop de partner omgaat met de hoogte van de NHC die wordt verkregen en de kwaliteit van zorg die wordt geleverd bepaalt of een partner een zorgcontract krijgt en dus ook een vergoeding voor de huisvesting. Kortom het partnerrisico lijkt een rol te spelen bij de huur.

Kapitaalmarkt (financier)

Het risico gerelateerd aan de kapitaalmarkt is voor de belegger dat tegen aantrekkelijke voorwaarden een financiering kan worden aangetrokken bij een financier. De huurstroom is hierin een belangrijke factor. Immers, de rente en aflossing dienen betaald te worden uit de kasstroom die de belegger ontvangt. De hoogte van de huur, de mate van zekerheid dat deze wordt betaald en de bron van inkomsten voor de huurder zijn hierbij van belang bij de analyse van de financier. Kortom het verkrijgen van een financiering is gerelateerd aan het huursysteem.

Beleggingsmarkt

De risico's met betrekking tot de beleggingsmarkt hebben met name te maken met waardeinstijgingen en –dalingen vanwege de vraag naar bepaalde beleggingen. Deze vraag is niet direct gerelateerd aan het huursysteem. Het kan wel zijn dat een beleggingsobject vanwege een huursysteem dat aantrekkelijker of minder aantrekkelijk is voor beleggers. Bijvoorbeeld doordat de overheid een vergoeding betaald is het debiteurenrisico beperkt. Dit risico heeft een relatie met het huursysteem en wordt meegenomen in de analyse.

Financiële risico's

Indien de huurder zijn huur niet kan betalen zorgt dit voor financiële risico's voor de belegger. Het financiële risico ligt daarnaast bij onverwachte uitgaven aan het vastgoed, maar de basis voor is de huurstroom. Het huursysteem is zodoende van groot belang bij de financiële risico's van de belegger.

Object

De risico's van de belegger gerelateerd aan het object hebben geen directe relatie met het huursysteem. Indien het object niet voldoet zal de huurder het huurcontract opzeggen of een lagere huur eisen. Dit is ongeacht het huursysteem. De relatie die wel gelegd kan worden is dat het object moet voldoen aan bepaalde eisen om verpleeghuiszorg te leveren. Dit is echter ook ongeacht het huursysteem. Het objectrisico kan daarom buiten beschouwing worden gelaten bij het bepalen van het risico voor een belegger bij een bepaald huursysteem.

Structuur

De structuur van de belegger is niet gerelateerd aan het huursysteem en heeft geen invloed op het bepalen van het risiconiveau voor een huursysteem.

Valutarisico

Het valutarisico is alleen aan de orde indien in een land met een andere valuta wordt belegd. Dit onderzoek richt zich op de Nederlandse verpleeghuiszorgmarkt. Dit risico heeft geen directe relatie met het huursysteem en wordt zodoende niet meegenomen in de analyse.

Fiscaal en juridisch

De risico's verbonden aan fiscale constructies zijn niet direct gerelateerd aan het huursysteem. Huur is in de basis niet BTW belast. Verpleeghuiszorg is geen BTW-belaste prestatie waardoor niet geopteerd kan worden voor BTW-belaste verhuur. Dit is ongeacht het huursysteem. Andere fiscale aspecten, zoals vennootschapsbelasting, zijn niet aan de orde. Zodoende zijn de fiscale risico's niet van belang bij het huursysteem. Juridische risico's zijn in bepaalde mate gekoppeld aan de huur vanwege het huurcontract. De voorwaarden in het huurcontract kunnen relevant zijn in relatie tot het huursysteem. In het huurcontract kan een koppeling tussen de vergoeding die de zorginstelling ontvangt (vaste vergoeding of markthuur) en de huur die de zorginstelling betaalt aan de belegger worden vastgelegd. Dit kan een risico vormen voor de belegger. Ook indien dit niet is vastgelegd in het huurcontract kan het zijn dat de zorginstelling bij een stelselwijziging eisen dat het huurcontract wordt aangepast. Deze situatie deed zich tevens voor bij de overgang van het kapitaallastensysteem naar de NHC. Concluderend kan worden gesteld dat het fiscale risico niet relevant is in relatie tot het huursysteem en het juridisch risico wel.

Operationeel

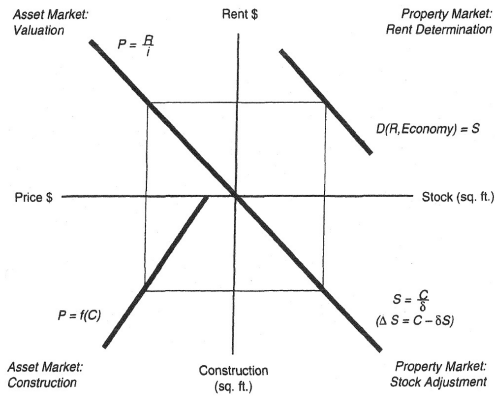
Het operationele risico is door de IVBN (2011) uitvoerig beschreven en gecategoriseerd in vier type risico's: 1. kwaliteitsrisico's, voorbereiding en uitvoering, 2. systeem-, rapportage- en administratieve risico's, 3. dossier-, informatie en adviesrisico's, 4. uitbestedingsrisico's. Deze risico's hebben geen directe relatie met het huursysteem, maar zijn gericht op de interne processen. Voor alle risico's geldt dat deze niet worden meegenomen in de verdere analyse over welk huursysteem het meeste risico voor een vastgoedbelegger heeft.

3.1.3 Risico's gerelateerd aan de werking van het vastgoedsysteem

Doorgaans wordt de term exogene variabele gehanteerd in een wiskundig model waarin de exogene variabelen de endogene variabele verklaren. Kortom, alle verklarende variabelen zijn exogene variabelen. In de publicatie van Mouchakaa (2011) definieert hij exogene variabelen als niet-kwantitatieve variabelen die niet alleen van toepassing zijn op vastgoedbeleggingen, maar welke wel van belang zijn voor de vastgoedbelegging en regelmatig moeten worden gemonitord. De relatie tussen het huursysteem en de exogene variabelen is vanwege de hoge mate van diversiteit niet eenvoudig mee te nemen in de analyse. Het kan echter niet buiten beschouwing gelaten worden.

Om een nadere analyse uit te voeren van exogene schokken op het risico voor een belegger wordt bepaald wat de impact is bij de verschillende systemen, markthuur of vaste vergoeding, gerelateerd aan de werking van het vastgoedsysteem. Dit wordt gedaan door het model van DiPasquale & Wheaton (1996) te hanteren. Dit model beschrijft de werking van de vastgoedmarkt. De reden om dit model te hanteren is om meer inzicht te krijgen in de impact van de systemen bij exogene schokken in het vastgoedsysteem. In hoofdstuk 4 wordt per kwadrant beschreven welke exogene schok van invloed is. In hoofdstuk 5 wordt de impact geanalyseerd waarbij gekeken wordt hoe en of de markt weer in evenwicht komt en welke impact dat heeft op de andere kwadranten en hoe dit het risiconiveau bepaalt van de twee huursystemen gezien vanuit de belegger.

Figuur 3.1 Model DiPasquale & Wheaton (1996)



Het model (figuur 3.1) gaat uit van een marktevenwicht en modelleert de impact van een exogene schok in een van de vastgoedkwadranten op de andere kwadranten. De vier kwadranten zijn:

1. Vastgoedmarkt (rechtsboven). Hierin worden de voorraad en de hoogte van de huurprijs tegen elkaar afgezet. Indien het aanbod stijgt daalt de huurprijs bij gelijkblijvende vraag.
2. Beleggingsmarkt (linksboven). Hierin wordt de huurprijs afgezet tegen de prijs die een belegger bereid is te betalen voor een bepaalde belegging. Indien de huur daalt, daalt ook de prijs die een belegger bereid is te betalen.
3. De voorraadmarkt (linksonder). De waarde van een belegging wordt hierin afgezet tegen de hoeveelheid die bijgebouwd wordt. Indien de waarde daalt, zijn er minder aannemers die voor die prijs nieuwe gebouwen realiseren.
4. De voorraadaanpassing (rechtsonder). In dit kwadrant wordt de toevoeging aan de vastgoedmarkt weergegeven ten opzichte van de reeds bestaande hoeveelheid. Indien de hoeveelheid die wordt toegevoegd daalt, zal de voorraad minder snel toenemen en zal zodoende de daling van de huur tot stilstand worden gebracht indien een nieuw evenwicht is bereikt.

Een nadeel van het model is dat het onder meer uitgaat van geen regulering. De verwachting is dat impact hiervan tot uitdrukking zal komen in de analyse.

3.1.4 Conclusie

In paragraaf 3.1 is gestart met een theoretische bespreking van de risico voor het beleggen in vastgoed waarbij is ingezoomd op de relatie met het huursysteem voor zorgvastgoed. De basis voor het inschatten van risico's ligt in het berekenen van de standaarddeviatie van een bepaalde belegging in relatie tot het behaalde netto rendement. Er zijn geen reeksen beschikbaar inzake rendement voor zorgvastgoedbeleggingen met de huursystemen die onderzocht worden in dit onderzoek. Daarnaast komen de onderliggende redenen van het risico komt hier niet uit naar voren. Zodoende is bestudeerd wat in de literatuur is geschreven over het kwalitatief analyseren van risico's. Op basis van de longlist van 37 risico's uit de literatuur is dit teruggebracht naar zeven risico's die gerelateerd zijn aan het huursysteem. De andere risico's hebben geen directe relatie met het huursysteem van verpleeghuiszorg en zijn zodoende niet bepalend in de mate van risico van het huursysteem. In tabel 3.6 zijn de relevante risico's weergegeven die gerelateerd zijn aan het huursysteem en als input dienen voor het onderzoek en de analyse.

Tabel 3.6 Risico's voor zorgvastgoedbelegger die gerelateerd zijn aan het huursysteem

Vastgoedmarkt
Politiek risico
Partner
Kapitaalmarkt
Beleggingsmarkt
Financiële risico's
Juridisch

Naast de risico's in tabel 3.6 geldt dat exogene schokken die niet kwantificeerbaar zijn van invloed kunnen zijn op het risico van een belegging. Deze komen tot uitdrukking door de impact van de exogene schokken op het vastgoedsysteem te analyseren. Het model van DiPasquale & Wheaton is hiervoor geïntroduceerd. Hier wordt in hoofdstuk 4 nader op ingegaan. In paragraaf 3.2 wordt nader ingegaan op de kenmerken van het huursysteem zoals weergegeven in tabel 2.2. en de risico's zoals weergegeven in tabel 3.6.

3.2 Relatie kenmerken huursysteem en risico's

Ten behoeve van de analyse in hoofdstuk 5 wordt gekeken of op basis van de theorie uit hoofdstuk 2, waarin de kenmerken van verschillende systemen (tabel 2.2) en de relevante risico's gekoppeld aan het huursysteem (tabel 3.6), een verwachting kan worden opgesteld voor het verschil in risico.

De kenmerken van de verschillende huursystemen worden afgezet tegen de zeven risico's.

Het partnerrisico, het financiële risico en het juridisch risico hebben een relatie met de huur zoals is besproken in paragraaf 3.1.1. Bij het analyseren van de kenmerken uit tabel 2.2 lijkt de relatie met het huursysteem echter beperkt. Alle kenmerken lijken onafhankelijk van de partner, het financiële risico en de juridische vastlegging. De verwachting is dat deze een beperkte relatie hebben met de kenmerken van het huursysteem.

De andere vier risico's, het vastgoedmarkt-, kapitaalmarkt- en beleggingsmarktrisico en het politiek risico lijken wel een sterke relatie te hebben met de kenmerken. De relatie is weergegeven in tabel 3.7. Hierbij is aangegeven of er een relatie is tussen de risico's en de kenmerken, waarbij een groen vak een risicoverlagend effect betekent, een oranje vak een relatie zonder dat de impact op het risico te beoordelen is en een rood vak een risicoverhogend effect.

Tabel 3.7 relatie risico's en kenmerken huursysteem

	Vastgoedmarktrisico	Politiek risico	Kapitaalmarktrisico	Beleggingsmarktrisico
Afhankelijk van locatie				
Variabele huur				
Omzetgerelateerd				
Wettelijk kader hoogte huur				
Afhankelijk van vraag/aanbod				
Afhankelijk van kwaliteit vastgoed				

	Risico verlagend
	Geen impact op risico
	Risico verhogend
	Kenmerk markthuursysteem
	Kenmerk systeem met vaste vergoeding

Op basis van de theorie uit hoofdstuk 2 en 3 kunnen twee verwachtingen worden vastgesteld wat betreft de interviews:

1. Het vastgoedmarktrisico, politiek risico, kapitaalmarktrisico en het beleggingsmarktrisico worden hoger ingeschat bij een systeem met een vaste vergoeding dan bij een systeem met een markthuur. De belangrijkste reden voor deze verwachting is het ontbreken van de relatie tussen de hoogte van de huur en de locatie, vraag/aanbod en de kwaliteit van het vastgoed. Dit maakt dat er niet gestuurd kan worden op de gebruikelijke elementen hetgeen onzekerheid en dus risico met zich meebrengt.
2. Het politiek risico heeft grote impact. Het politiek risico vormt ongeacht de kenmerken van het huursysteem een risico voor een vastgoedbelegger. Het is zodoende ook reëel te verwachten dat het politiek risico één van de meest belangrijke risico's vormt bij de afweging welk huursysteem het meest risicovol is.

3.3 Conclusie

Concluderend kan er op basis van het theoretisch onderzoek worden gesteld dat er een relatie is tussen het type huursysteem en het risico voor een vastgoedbelegger. Op basis van de theorie zijn in hoofdstuk 2 zes kenmerken vastgesteld die het onderscheid tussen de huursystemen weergeven en zijn in hoofdstuk 3 zeven risico's benoemd die relevant zijn bij de kwalitatieve beoordeling van de mate van risico van een huursysteem.

De hoogte van het risico is op basis van de theorie niet te beoordelen, maar wel dat er een risicoverlagende of -verhogende werking van een kenmerk uit kan gaan. Dit biedt een interessant inzicht om nader te onderzoeken. In paragraaf 3.2. is een verwachting opgesteld op basis van het theoretisch onderzoek over de relatie tussen de risico's en het huursysteem. Hier wordt in hoofdstuk 4 nader op ingegaan. In hoofdstuk 4 wordt onderzocht of bij de verschillende huursystemen een verschil per risico is.

Hoofdstuk 4 De Praktijk

4.1 Inleiding

In hoofdstuk 2 is de wijze waarop de huur tot stand komt in de zorg en andere vastgoedmarkten onderzocht op basis waarvan de kenmerken van twee huursystemen zijn vastgesteld. In hoofdstuk 3 zijn de risico's onderzocht die in de literatuur van belang worden geacht bij het beleggen in vastgoed en specifiek welke risico's gerelateerd zijn aan de kenmerken van het huursysteem. Dit vormt de basis voor het onderzoek. In hoofdstuk 4 wordt het onderzoek uitgewerkt en de resultaten weergegeven. Het onderzoek tussen het huursysteem (vaste vergoeding en markthuur) en de risico's voor de vastgoedbelegger wordt vanuit twee invalshoeken onderzocht.

1. In hoofdstuk 3 is op basis van de theorie bepaald welke risico's relevant zijn bij het huursysteem voor het belegger en welke zodoende het risiconiveau bepalen. De mate waarin deze risico's van toepassing zijn en bij welk huursysteem het risico hoger of lager ligt wordt aan de hand van semigestructureerde interviews geanalyseerd. In deze interviews worden de risico's in relatie tot de huursystemen voorgelegd aan zorgvastgoeddeskundigen welke actief zijn in de beleggingsmarkt en zicht hebben op de risico's. Het doel is de verschillende risico's die nu nog algemeen zijn verwoord, specifiek worden gemaakt voor het huursysteem voor zorgvastgoed en te bepalen of er een verschil in risico zit en zo ja waar het risico hoger wordt geacht en waarom. In paragraaf 4.2.4 wordt nader ingegaan op de validiteit en de zeggingskracht van de interviews.

Voor de interviews dient helder te zijn welke basissituatie geldt voor het bepalen van het verschil in risico's om te voorkomen dat de uitkomsten worden beïnvloed door een interpretatie van de geïnterviewde. Om de vergelijkbaarheid te verhogen wordt gewerkt met een basiscase die wordt voorgelegd aan de geïnterviewden. Op basis van deze case dienen de antwoorden te worden geformuleerd. In paragraaf 4.2.2 wordt nader in gegaan op de case.

Op basis van de uitkomst van de interviews wordt geconcludeerd welke risico's in welk systeem liggen voor de vastgoedbelegger.

2. Het model over de werking van de vastgoedmarkt van DiPasquale & Wheaton (1996) vormt de basis voor het verklaren van de impact van exogene schokken op de vastgoedmarkt. Zoals in paragraaf 3.1.2 is geconcludeerd hebben exogene variabelen die niet te kwantificeren zijn impact op het risicoprofiel van een vastgoedbelegging. De zorgvastgoedbeleggingsmarkt wordt besproken in het licht van dit model waarna wordt geanalyseerd wat de impact is van exogene schokken gerelateerd aan het huursysteem en welke risico's dit voor de belegger heeft. Op basis van deze analyse wordt geconcludeerd vanuit het model van DiPasquale & Wheaton of de werking van het vastgoedsysteem in relatie tot het huursysteem het risico voor een belegger beïnvloeden.

4.2 Interviews zorgvastgoedprofessionals

4.2.1 Opzet interviews

Op basis van de lijst met risico's zoals opgesteld in tabel 3.6 worden de vragen gebaseerd voor de interviews. Deze risico's dienen te worden geoperationaliseerd voor de zorgvastgoedbeleggingsmarkt om te bepalen of het risico hoger of lager ligt. De semigestructureerde interviews gaan vervolgens in op de risico's voor de aanscherping waar het risico ligt gerelateerd aan het huursysteem en in welk systeem het risico hoger is.

Een belangrijke voorwaarde waarmee rekening mee moet worden gehouden, welke ook benadrukt wordt in de interviews aan de geïnterviewden, is dat de vergelijking moet worden getrokken tussen twee identieke situaties met uitzondering van het verschil in het huursysteem. Dit om te voorkomen dat zaken door elkaar heen gaan lopen en er een overlap ontstaat tussen risico's en deze elkaar versterken of ontkrachten. Bijvoorbeeld bij de vraag over het vastgoedmarktrisico, waarbij de vraag naar het vastgoed centraal staat. Indien de vraag afneemt wordt deze situatie vergeleken bij twee identieke zorginstellingen welke op dezelfde locatie opereren, dezelfde omvang hebben, een vergelijkbare solvabiliteit hebben en een identieke doelgroep. Het enige verschil is dat één zorginstelling een vaste vergoeding ontvangt vanuit de overheid en de andere zorginstelling de huur ontvangt van de bewoner. De hoogte van de markthuur en de kwaliteit van de huisvesting is vergelijkbaar. Daarnaast wordt benadrukt dat het gaat om het risico vanuit de belegger en niet om het risico bij de zorginstelling. Waarbij moet worden opgemerkt dat het kan zijn dat de het risico bij de zorginstelling zorgt voor het risico bij de belegger. Om bij de geïnterviewden het onderscheid scherp te houden wordt in de interviews zodoende een case voorgesteld waarop de vragen over de risico's van toepassing is.

4.2.2 De case voor de interviews

Vastgoedbelegger Zorginvest heeft tien zorgvastgoedbeleggingen in portefeuille welke worden gehuurd door twee zorginstellingen: De Nieuweoude en De Oudenuwe (elk vijf). Dit zijn verpleeghuizen in Zuid-Holland welke gelegen zijn in middelgrote steden. De verpleeghuizen zijn de afgelopen vijf jaar gerealiseerd, waarbij elke locatie voor 15 jaar is verhuurd. De locaties, met 24 zorgstudio's per locatie, zijn circa 2.000 m² BVO groot en worden verhuurd voor EUR 750 / zorgstudio. De vastgoedbelegger is verantwoordelijk voor het groot onderhoud en de instelling voor het dagelijks onderhoud. De portefeuille is gefinancierd met 40% vreemd vermogen.

Zorginstelling De Oudenuwe ontvangt vanuit de overheid een Normatieve Huisvestingscomponent, van EUR 895,- per maand, voor haar huisvesting als onderdeel van het integrale zorgtarief. Bij de instelling verblijven op elke locatie 24 bewoners met een ZZP 5 indicatie. De bewoners betalen een gemiddelde eigen bijdrage voor het wonen in een intramuraal verpleeghuis van EUR 1.500 per maand.

Zorginstelling De Nieuweoude ontvangt vanuit de bewoner een markthuur en servicekosten. De huur ligt conform het WWS puntensysteem boven de liberalisatiegrens en is op basis van marktonderzoek vastgesteld op EUR 895,- per maand. De totale kosten voor de bewoner (huur, servicekosten en eigen bijdrage) zijn EUR 1.500 per maand. Voor de zorg ontvangt de instelling een Persoonsgebondenbudget (PGB) vanuit de bewoner. De bewoner ontvangt dit PGB van de overheid. Bij de instelling verblijven op elke locatie 24 bewoners met een ZZP 5 indicatie.

4.2.3 Het interview

In de interviews wordt per risico gevraagd naar het belangrijkste verschil wat betreft dit risico met betrekking tot de wijze van het verkrijgen van de vergoeding. Om de vraagstelling concreet te maken in de interviews wordt eerst bepaald gekeken welke aspecten per risico van belang zijn in dit onderzoek en wat dient te worden opgenomen in de vraagstelling.

Risico	<u>Focus op onderdeel in vraagstelling interview</u>
Vastgoedmarktrisico	Vastgoedmarktrisico betreft de vraag en het aanbod naar het bepaalde type vastgoed. Bij een toename is er geen risico. Bij een afname wel. In vraagstelling: afname in de vraag naar verpleeghuiszorg.
Politiek risico	Politiek risico is breed. Vanwege de intensieve betrokkenheid van de overheid in de vergoeding van zorg wordt er gefocust op een politieke interventie in de verpleeghuiszorg. In vraagstelling: impact van een politieke interventie in de verpleeghuiszorg.

Partnerrisico	Het uitgangspunt is dat de partner (huurder) een vergelijkbare financiële situatie, reputatie en bijvoorbeeld track record heeft. Er wordt dan ook geen geoperationaliseerde vraag toegepast anders dan het partnerrisico in de breedste zin. Hierbij geldt als partner de huurder. In vraagstelling: partnerrisico is het risico gerelateerd aan de huurder.
Kapitaalmarktrisico (financier)	Het kapitaalmarktrisico betreft het verkrijgen van kapitaal. Hierbij dient in het kader van dit onderzoek gekeken te worden naar de rol van de bank die het object financiert. In vraagstelling: verschil in verkrijgen financiering en bijbehorende voorwaarden.
Beleggingsmarktrisico	Het risico gerelateerd aan de beleggingsmarkt heeft te maken met de vraag en het aanbod van zorgvastgoedbeleggingen. Van belang is of het type huursysteem impact heeft op het risico gerelateerd aan de vraag en aanbod van het beleggingsproduct. In vraagstelling: risico bij verkopen zorgvastgoedbelegging met twee verschillende systemen.
Financiële risico	Het financiële risico heeft in dit onderzoek te maken met onder meer het debiteurenrisico. In de context zoals beschreven zijn er een beperkt aantal risico's die gerelateerd zijn aan de financiële aspecten. In vraagstelling: focus op debiteurenrisico gerelateerd aan de bron van de huur welke wordt betaald aan de belegger.
Juridische risico	In dit onderzoek zijn vrijwel alle juridische aspecten gelijk getrokken. Het risico moet gezocht worden in het verschil in de contractuele bepalingen. In vraagstelling: verschil in risico gerelateerd aan contractuele vastlegging.

Op basis van de vragen zoals beschreven, worden de volgende vragen gehanteerd in de interviews.

Risico	Vragen interview
Vastgoedmarktrisico	Is er een verschil in risico voor een vastgoedbelegger tussen een systeem op basis van markthuur en een vaste vergoeding met betrekking tot de impact van een afname in de vraag naar verpleeghuiszorg?
Politiek risico	Is er een verschil in risico voor een vastgoedbelegger tussen een systeem op basis van markthuur en een vaste vergoeding met betrekking tot de impact van politieke interventies in de verpleeghuiszorg?
Partnerrisico	Is er een verschil in risico voor een vastgoedbelegger tussen een systeem op basis van markthuur en een vaste vergoeding met betrekking tot de impact van het partnerrisico, waarbij de huurder de partner is?
Kapitaalmarktrisico (financier)	Is er een verschil in risico voor een vastgoedbelegger tussen een systeem op basis van markthuur en een vaste vergoeding met betrekking tot het risico op het verkrijgen van een financiering en bijbehorende voorwaarden?
Beleggingsmarktrisico	Is er een verschil in risico voor een vastgoedbelegger tussen een systeem op basis van markthuur en een vaste vergoeding met betrekking tot het risico op de beleggingsmarkt bij het verkopen van een zorgvastgoedbelegging?
Financiële risico	Is er een verschil in risico voor een vastgoedbelegger tussen een systeem op basis van markthuur en een vaste vergoeding met betrekking tot financiële risico's zoals het debiteurenrisico?
Juridische risico	Is er een verschil in risico voor een vastgoedbelegger tussen een systeem op basis van markthuur en een vaste vergoeding met betrekking tot juridische risico's, oftewel de contractuele vastlegging?

4.2.4 Validiteit en zeggingskracht methode

De basis voor dit onderzoek is de theorie inzake de kenmerken van de twee huursystemen (vaste vergoeding en markthuur) en de analyse welke kwalitatieve risico's bepalend zijn bij de huursystemen. Deze kenmerken en risico's zijn behandeld in respectievelijk hoofdstuk 2 en 3. Dit theoretisch onderzoek wordt verrijkt met de interviews. Het is een op theorie gebaseerde kwalitatieve toetsing. In de interviews is nadrukkelijk de keuze

gemaakt de geïnterviewden geen open vragen voor te leggen zoals: “waar ligt het verschil in risico tussen de twee systemen” of “welk huursysteem is het meest risicovol”. Er is gekozen voor een semigestructureerd interview met een gesloten vraagstelling.

De keuze voor welke respondenten geïnterviewd worden, is een belangrijke in dit kwalitatieve onderzoek. De zorgvastgoedbeleggingsmarkt in Nederland is een kleine markt waar een beperkt aantal vastgoedbeleggers actief zijn. Voor de representativiteit van het de geïnterviewden zijn naast twee vastgoedbeleggers twee zorgvastgoedadviseurs en een woningcorporatie geïnterviewd. De geïnterviewde partijen publiceren over de zorgvastgoedmarkt, zijn actief bij zorgvastgoedsymposia en de geïnterviewde beleggers hebben een van de grotere, al dan niet de grootste zorgvastgoedportefeuilles in Nederland. De geïnterviewden zijn reeds lange tijd werkzaam in dit vakgebied en representeren een belangrijk deel van de markt. Tenslotte is het goed om te benadrukken dat alle partijen actief zijn in de zorgvastgoedmarkt en met beide typen huurregime in aanraking komen. Dit alles maakt dat de validiteit en de zeggingskracht van de interviews hoog is. Hierbij dient te worden benadrukt dat de basis van de interviews de theorie vormt.

De beperking van het model is dat indien er geen eenduidig beeld naar voren komt uit de interviews de uitkomst van het onderzoek multi-interpreteerbaar maakt. Hier zal bij de analyse en de conclusie op terug worden gekomen en worden geduid waar de basis van het verschil ligt indien dit naar voren komt.

De methode heeft een aantal belangrijke voordelen. Een voordeel is dat alle geïnterviewden een hoge mate van kennis op dit vakgebied hebben en er geen vervuiling ontstaat doordat er door de geïnterviewden een antwoord niet kan worden gegeven door het ontbreken van kennis of op basis van verkeerde aannames of onwetendheid een antwoord wordt gegeven. Dit komt ook tot uitdrukking in de antwoorden in het semigestructureerde interview. Dit in tegenstelling tot bijvoorbeeld een enquête die bij een groter aantal partijen voorgelegd zou worden, maar waar een eventuele onduidelijkheid of gebrek aan kennis niet naar voren zal komen. De interviews worden volledig getranscribeerd en gecodeerd zodat de kern uit de interviews kan worden weergegeven.

Om de validiteit van de interviews verder te verhogen zal een member check worden uitgevoerd. Hierbij wordt per risico de conclusie teruggelegd bij de geïnterviewde voor een eventuele aanvulling of nuance. Daarbij wordt gecontroleerd of de interpretatie van de conclusie of er een verschil is tussen het risico ten behoeven van het huursysteem door de interviewer juist is.

In paragraaf 3.2 zijn de kenmerken van de huursystemen en de zeven risico's zijn tegen elkaar afgezet. De theoretische bespreking gaf aanleiding om een verwachting te veronderstellen. Hierbij zijn twee verwachtingen geformuleerd. Dit geeft de interviews een meer toetsend karakter. Indien de verwachting in bepaalde mate overeenkomt met de uitkomst van de interviews verhoogt dit de validiteit van de interviews.

4.2.5 Uitkomst interviews

De geïnterviewden zijn de vragen voorgelegd met de case als basis. Alle geïnterviewden hebben een beargumenteerd antwoord gegeven op de vragen of er een verschil zat tussen de risico's. Een korte samenvatting van de gesprekken wordt uitgewerkt in deze paragraaf (de volledig getranscribeerde interviews zijn toegevoegd in bijlage 1). De gesprekken worden systematisch samengevat per risico, waarbij de verschillende argumenten worden behandeld en quotes zijn toegevoegd uit de interviews om het beeld uit de gesprekken te verrijken. In hoofdstuk 5 worden deze uitkomsten van de interviews geanalyseerd.

De interviews zijn volledig getranscribeerd en gecodeerd. Hierbij zijn de codes gehanteerd op drie aspecten: de conclusie over het risico, de argumentatie hiervoor en de link naar andere risico's of aspecten die van belang zijn bij het risico. In de interviews wordt verschillende terminologie gehanteerd door de geïnterviewden welke bij de

uitwerking gelijk is getrokken. In bijlage 2 zijn de belangrijkste termen en de hiervoor in de uitwerking gehanteerde begrippen samengevat.

Vastgoedmarktrisico

In de vijf gesprekken komt de afhankelijkheid van de overheid bij een vaste vergoeding, de NHC, vaak naar voren in relatie tot het vastgoedrisico. De niet te beantwoorden vraag die wordt gesteld door de geïnterviewde is: indien de vraag daalt, wat doet de overheid dan? In beide situaties gaat het business model voor de zorgexploitant onderuit. Er is in beide gevallen een substantieel risico. Het risico bij de NHC is echter dat de overheid deze niet meer vergoed of dat deze zal dalen. De huurder moet in beide gevallen op zoek naar een alternatief. Zoals wordt aangegeven in een van de interviews: *“Je bent als vastgoedbelegger niet in control”*. Een instelling die verhuurt met een markthuur is daarbij iets flexibeler. Bij een markthuur kan de zorgexploitant in samenspraak met de belegger het concept aanpassen of een lagere huur vragen. Bij de afhankelijkheid van de overheid kan de vergoeding volledig wegvallen. Een zorginstelling die een markthuur in rekening brengt kan sneller schakelen dan een instelling die afhankelijk is van de NHC. Daarnaast kunnen bewoners die een markthuur betalen gewoon blijven wonen want ze huren immers.

De bewoner moet blijven wonen dus deze zal bij markthuur gewoon blijven, bij de NHC zal de instelling de bewoner niet meer huisvesten. De overheid heeft de mogelijkheid de NHC te stoppen. De bewoner heeft een contract wat moet worden doorgezet.

Samengevat zijn de redenen welke worden genoemd dat de afhankelijkheid van de overheid in plaats van bewoner (geen flexibiliteit) ervoor zorgt dat het risico bij een markthuur lager is. De huurder op basis van markthuur zal blijven wonen. Zoals een van de geïnterviewden aangeeft: *“bij scheiden wonen en zorg is de flexibiliteit iets groter waardoor je meer kunt opvangen en je bewoners daar op aan te passen”*. Een belangrijke opmerking die is gemaakt is dat de impact op het vastgoed mogelijk van minder groot belang is dan de business case van de zorgprovider die onderuit gaat.

Risico hoger bij NHC door vier van de vijf en een gelijk risico door een van de vijf.

Politiek risico

Het politiek risico is met name gekoppeld aan de NHC. De overheid kan op de zorgbudgetten en huisvestingsbudgetten interveniëren. Dit geeft een dubbel risico bij NHC. Vanwege de verschillen in zorgbekostiging kan het uitmaken waar het politiek risico ligt qua zorg afhankelijk van het politiek sentiment op dat moment. PGB is momenteel vanwege fraudegevallen minder populair, maar er kan dan worden overgeschakeld naar een VPT. Dit heft elkaar op, resteert het huisvestingsrisico (NHC). Met een NHC heb je minder flexibiliteit om bijvoorbeeld met de momenteel sterk stijgende bouwkosten je inkomsten ook te verhogen. Qua vastgoed ben je daarnaast minder een speelbal van de politiek als je gebruik maakt van markthuur.

De NHC wordt daarom altijd gecheckt ten opzichte van de markthuur en ook het deel van de NHC dat aan huur wordt betaald is hierbij van belang. Het grootste risico blijft dat de NHC wordt afgebouwd en er meer richting markthuur wordt gegaan. Het risico van de NHC is door de belegger niet te beïnvloeden. De markthuur wordt alleen getoetst aan de markt, de huur op basis van NHC op basis van de markthuur en de relatie met de ontvangen NHC.

Als de NHC-vergoeding stopt kan bij een vergelijkbare situatie qua geboden zorg en vastgoed, de zorginstelling overgaan tot verhuur van het vastgoed. Dit brengt een risico met zich mee doordat de instellingen zaken gaat doen die die daarvoor niet deed, namelijk het verhuren van vastgoed.

Daarnaast kan bij een stapsgewijze daling van de NHC voor het wegvallen geen deel huur worden gevraagd ook al wil de bewoner dat wel betalen (markthuur). Zoals een van de geïnterviewden aangaf: *“Dus stel de zorginstelling spreekt een contracthuur af met de belegger van EUR 1000 als de NHC nu 1000 euro is, maar de NHC daalt de komende jaren naar 700 euro. Dan mag de zorginstelling niet 300 euro aan de bewoner vragen ook al zou die bewoner daar wel 1000 euro voor had willen betalen.”*

Samengevat is er een dubbel risico bij de NHC en is de afbouw van NHC een reëel risico. Ook als de instelling gaat verhuren levert dit extra risico op.

Risico hoger bij de NHC wordt aangegeven door alle vijf geïnterviewden.

Partnerrisico

Het partnerrisico zit in de business case. De organisatie van de zorginstelling is van belang. Het uitgangspunt is dat deze gelijk zijn in dit onderzoek. In de praktijk is het vaak zo dat traditionele zorginstellingen met een NHC vergoeding minder efficiënt werken, maar wel goed voldoen aan alle wet- en regelgeving. Bij nieuwe instelling met scheiden wonen en zorg is dit vaak vice versa. Dit weegt tegen elkaar op.

Een partner die scheiden wonen en zorg heeft doorgevoerd is al wel beter voorbereid op de toekomst. Bij scheiden wonen en zorg kan met markthuur beter worden ingespeeld op deze wijziging. Een van de geïnterviewden gaf daarbij aan dat instellingen soms switchen per persoon voor een optimale vergoeding: *“Je ziet het nu ook ontstaan bij mensen die veel vermogen hebben en dus de verhoogde eigen bijdrage van het CAK moeten betalen dat dan sommige gewiekste zorginstellingen zeggen: we gaan gewoon een huurovereenkomst aan en je gaat de verlaagde eigen bijdrage betalen want dan betaal je ineens in plaats van ruim 2.300 euro slechts 1.800 euro per maand. Dat is dan ook nog vaak financieel interessant voor de instelling.”*

Bij leegstand is het voor een NHC instelling makkelijker wat zorggeld te gebruiken voor de huur. Er is immers één zak geld die van de overheid wordt ontvangen. Op korte termijn kan dit gunstig zijn. Op de lange termijn is dit wel weer risicovoller. Gelden worden aan de verkeerde zaken besteed.

Je bent bij de NHC afhankelijk van één exploitant en bij markthuur van de bewoners die de huur betalen. Dit laatste verhoogt de courantheid van het object. Daarnaast is een marktconforme huur beter als de exploitant omvalt. Het is dan onaannemelijker dat de markthuur daalt.

Samengevat liggen er andere risico's bij de verschillende partners, waarbij met name het toekomstbestendige karakter van de markthuur regelmatig terugkomt. De business case van de instelling is echter wel het meest belangrijk bij het partnerrisico.

Risico hoger bij NHC door twee van de vijf en een gelijk risico door een van de vijf.

Kapitaalmarktrisico

Het vastgoed is gelijk, beide concepten zijn toekomstproof, het contract is gelijk, de exit is gelijk. Hier zit geen verschil in. Uit de interviews komt naar voren dat het kapitaalmarktrisico grotendeels afhangt van de exploitant. Dit is in lijn met wat Berkhout et al (2014) stelden. Zij schreven dat voor de financier het management belangrijk is.

Stel het management is gelijk dan komt naar voren dat een bank de voorkeur geeft aan een markthuur, omdat het risico van de NHC niet in te schatten is. Deze is ook weer gerelateerd aan het politiek risico. Het risico is aanwezig dat de NHC wordt afgeschaft en dat er een keer moet worden overgestapt naar zelfstandige verhuur. Als je kan uitleggen aan de bank dat dit geen financiële consequenties heeft dan is het risico voor de bank gelijk. Het leegstandsrisico is ook van belang, maar dat is hier ook gelijk en überhaupt in Nederland laag door de hoge vraag.

Een bank zal een hogere waarde toekennen aan een object dat middels markthuren wordt verhuurd. Zodoende kan er meer gefinancierd worden op een dergelijk object. Het neigt meer naar woningen dan een intramuraal product dus komt deze in een andere categorie bij de bank.

Vaak werd genoemd dat het voor een bank beter te begrijpen is hoe de markthuurconstructie werkt dan de NHC, zoals een van de geïnterviewden het verwoord: *“Ik zou zeggen dat de bank zou zeggen dat het particuliere deel een lager risico vertegenwoordigd. Simpel omdat het een eenvoudiger te begrijpen product is. Als je de NHC wilt begrijpen dan moet je echt wel even zoeken: wat zijn de tarieven, waar komt het vandaan.”* Daarnaast kan de bank de verpanding eisen van de huurinkomsten van de bewoners. Dit kan bij de NHC niet.

Samengevat is het voor een bank van belang dat het vastgoed en de exploitant vergelijkbaar zijn. Vanwege de onzekerheid van de NHC, de mogelijke onbekendheid bij een bank en de hogere flexibiliteit zal een bank mogelijk betere voorwaarden stellen bij een markthuur.

Risico hoger bij NHC door drie van de vijf en een gelijk risico door twee van de vijf.

Beleggingsmarktrisico

De vraag naar zorgvastgoed is momenteel groot. Een van de geïnterviewden die veel beleggers adviseert geeft aan: *“Als ik nu kijk waar wij dagelijks mee bezig zijn dan staat letterlijk mij telefoon roodgloeiend met partijen die willen investeren in de Nederlandse zorgmarkt.”* De courantheid is dan met name een belangrijk aspect. Dus hoeveel partijen zijn bereid een bepaald product te kopen. Hierbij geldt dat veel partijen moeite hebben met de NHC. Ze hebben geen invloed hierop en veel buitenlandse partijen hebben er geen ervaring mee. Veel beleggers hebben interesse in complexen welke op basis van markthuur worden verhuurd. Voor de NHC geldt dit een stuk minder. Hier zijn alleen partijen voor in de markt die zich hierop richten.

Een eerste reactie is dus dat er een hoger risico zit aan de NHC, maar bij nader inzien zijn alle andere aspecten gerelateerd aan de belegging veel belangrijker. Zodoende zou er in deze situatie slechts een beperkt verschil zitten tussen het risico. Er is een langjarig huurcontract gesloten met beide dus het risico voor de belegger is afgedekt. Dan zit het vooral in andere risico zoals de exit, maar in deze situatie is dat ook vergelijkbaar.

Een markthuurcomplex sluit beter aan bij de beleggingsmarkt waardoor beleggers er meer voor over hebben dan een complex met NHC vergoeding. Er zit een onzekerheid in door het politiek risico wat er gebeurt met de NHC. Zoals een van de geïnterviewden het verwoord: *“ja weet je iedereen gaat zeggen: hoe gaat het aflopen met de NHC? En dat moet Den Haag zeggen. Dus daar zit een onzekerheid in.”* Daarnaast is de NHC onbekend voor veel beleggers. Dit maakt het minder courant.

Samengevat komt naar voren dat de andere kenmerken van de belegging (partner, huurcontract, vastgoed, etc.) wellicht een grotere rol spelen, maar dat de courantheid en het aantal geïnteresseerde beleggers veel groter is bij een markthuur. De onzekerheid over de NHC speelt hierbij een belangrijke rol.

Risico hoger bij NHC door drie van de vijf en een gelijk risico door twee van de vijf.

Financiële risico

Het financiële risico zou in theorie bij een NHC lager moeten zijn want de overheid betaalt deze. Zoals een van de geïnterviewden aangeeft: *“Kijk je weet de overheid betaalt altijd, maar je weet wel de overheid betaalt alles of niks. Met ander woorden als jij op basis van NHC verhuurt en je hebt leegstand krijg je ook niks.”* De zorginstelling kan niet tijdelijk wat zakken met de prijzen om de huur te kunnen blijven betalen aan de belegger bij een NHC. Deze heeft minder flexibiliteit om aan de verplichtingen te voldoen. Bij een masterlease zal meer marge voor het leegstandsrisico worden aangehouden bij NHC om dit risico te verkleinen.

Het financiële risico is met name ook gekoppeld aan het partnerrisico en het vastgoedmarktrisico. Hier zit niet echt een groot verschil bij deze twee systemen.

De overheid betaalt de NHC, maar de bewoners die huren bij de zorginstelling worden eerst gecheckt voordat ze een huurcontract krijgen. Desalniettemin is de zekerheid van een overheid die betaalt (beperkt) gunstiger dan diverse bewoners die moeten betalen.

Het debiteurenrisico zit op twee niveaus. Enerzijds is het een risico dat de bewoner de huur niet betaalt aan de zorginstelling. De overheid zal dit altijd doen. Echter, als de overheid de NHC afbouwt dan is er een risico dat de instelling de huur niet meer kan betalen aan de belegger. Zoals wordt aangegeven door de interviewden ligt het risico wat genuanceerd: *“Bij de NHC is er een vangnet vanuit de overheid. Alleen als je het lijntje overstapt dan is de vraag hoe gaat die integrale vergoeding lopen? Wordt die niet heel langzaam teruggebracht? Dan krijg je alsnog het debiteurenrisico.”* De vergoeding is direct gerelateerd aan de omzet. De parallel kan worden getrokken met de retailmarkt indien er op basis van een omzethuur wordt verhuurd zoals Eeken en De Boer (2007) het verwoorden. Is er geen omzet, dan is er geen huur.

Bij de NHC heb je, indien de zorg wordt geleverd, een vrij constante inkomstenstroom. Bij de markthuur moet je de cliënten werven en is meer risico op leegstand. Daarnaast kan de zorginstelling andere prioriteiten geven zoals de borg gebruiken voor verkeerde doelen of bewust te laat betalen.

Samengevat ligt het risico op twee niveaus: het niveau van de instelling en de bewoner. Vanwege de kleine impact op een belegger dat een bewoner zijn huur niet betaalt is het risico vaak gelijk gesteld.

Risico hoger bij NHC door een van de vijf, een gelijk risico door twee van de vijf en een hogere risico bij markthuur door twee van de vijf.

Juridisch risico

De juridische risico's hangen af van de wijze van het contract met de bewoner en de zorginstelling en het contract tussen de instelling en de belegger. Dit laatste contract zou gelijk moeten zijn. De mogelijkheid om het om te zetten van NHC naar markthuur (onderhuur) zou daar al in moeten worden opgenomen. Een clause dat als het beleid verandert ook het huurcontract met de belegger moet worden aangepast is een risico bij een NHC huurcontract. Echter, een van de geïnterviewden gaf aan: *“er is een paar maanden geleden een uitspraak geweest. Daar had een zorginstelling een rechtszaak aangespannen over een clause die in het huurcontract stond waarin stond dat als er een verandering zou zijn in de financieringsstructuur dat dat een reden was om met de verhuurder in overleg te gaan over de hoogte van de huur. Die zorginstelling geeft scheiden wonen en zorg aan als systeemwijziging wat door de rechter is afgeschoten. Want die rechter zei: dit had je al tien jaar geleden kunnen zien aankomen.”*

In de interviews werd ook aangegeven: *“Je moet het gelaagd bekijken. Je begint met een overkoepelend contract waarin je kunt afspreken wat je wilt. Vervolgens gaat degene die zorg in natura levert rechtstreeks huren en bij een extramurale situatie ga je een woonzorgovereenkomst krijgen en dat is niet hetzelfde als een huurovereenkomst. Uiteindelijk kunnen ze daar geen rechten aan ontleen. En dat is eigenlijk het grootste juridische verschil.”*

Bij scheiden wonen en zorg kan het ingewikkelder liggen doordat de zorginstelling een woninghuurcontract sluit met de bewoner. Een woninghuurcontract heeft meer risico's voor een zorginstelling.

Een risico bij markthuur is dat de woningwet van toepassing wordt verklaard op de eigenaar ondanks andere afspraken in het huurcontract tussen de zorginstelling en de eigenaar. De impact van de mogelijke verdere doorvoering van scheiden wonen en zorg is niet te voorspellen en per definitie een risico. Een risico voor een belegger is dat bij een NHC contract de instelling de mogelijkheid heeft de bewoners te verplaatsen. Dus voor een belegger is het aantrekkelijker dat er woninghuurcontracten onder liggen.

Het juridisch risico is mogelijk lager bij de markthuur, omdat daar al individueel wordt verhuurd. Bij NHC moet dit nog allemaal worden opgezet als er toch moet worden geswitcht naar markthuur. Dat is ingewikkelder. Met

name voor woningcorporaties is dit laatste een belangrijk aandachtspunt vanwege de specifieke wet- en regelgeving. Voor beleggers is het verschil beperkter.

Samengevat zijn de risico's voor beide aanwezig, echter wel op een andere manier. Het feit dat een bewoner een huurcontract heeft met een zorginstelling wordt door de meesten juridisch aantrekkelijker gevonden.

Risico hoger bij NHC door drie van de vijf en een gelijk risico door twee van de vijf.

In deze paragraaf zijn de uitkomsten van de interviews per risico samengevat waarbij is aangegeven wat de argumentatie van de geïnterviewden was en of het risico hoger of lager werd ingeschat voor een vastgoedbelegger bij een bepaald huursysteem. In hoofdstuk 5 worden de uitkomsten samengevat in een tabel waarna deze wordt geanalyseerd. In paragraaf 4.3 wordt ingegaan op de exogene schokken gerelateerd aan de zeven vastgoedrisico's die zijn behandeld welke zich kunnen voordoen in het vastgoedsysteem zoals beschreven aan de hand van het model van DiPasquale & Wheaton.

4.3 De exogene schokken in het vastgoedsysteem gerelateerd aan de risico's

Voor de analyse van de werking van het vastgoedsysteem volgens het model van DiPasquale & Wheaton zoals beschreven in paragraaf 3.1.2 is het van belang welke exogene schokken worden geanalyseerd. De zeven risico's zoals beschreven in paragraaf 3.1.2 dienen hiervoor als input. Eerst wordt besproken welke relatie er ligt tussen het model en de risico's, waarbij wordt aangegeven of er sprake is van een exogene schok en welke dit kan (of kunnen) zijn. In hoofdstuk 5 wordt geanalyseerd welke impact dat heeft in relatie tot de verschillende huursystemen (markthuur of vaste vergoeding) en hoe dit van invloed is op het risico.

A. Vastgoedmarktrisico. De vraag en het aanbod van vastgoed dient zo goed mogelijk op elkaar aan te sluiten. Indien er een substantiële verandering in de vraag of het aanbod komt kan dit een risico met zich meebrengen. Een exogene schok die zich kan voordoen in de vastgoedmarkt is een toename van de vraag vanwege de vergrijzing. Het aantal ouderen zal tot 2040 fors toenemen. De verwachting is dat het aantal mensen met dementie zal stijgen van 270.000 anno 2017 naar circa 500.000 in 2040 (Alzheimer Nederland, 2017). Dit is bijna een verdubbeling terwijl de Nederlandse bevolking in die periode groeit met 1 miljoen naar 18 miljoen (CBS Statline, 2018). Dit is slechts circa 6%. Dit betekent dat de vraag fors stijgt.

Een exogene schok die zich kan voordoen op de vastgoedmarkt is: een geneesmiddel wordt uitgevonden voor het voorkomen of genezen van dementie. De vraag naar verpleeghuiszorg zal fors dalen.

B. Politiek risico. Het politiek risico is breed te interpreteren. Een uitdaging die momenteel in de politiek tot veel discussie leidt, is de betaalbaarheid van de zorg. Anno 2017 betaalt elke Nederlander circa EUR 5.600 aan zorgkosten per jaar (CBS, 2017), hetzij direct of indirect via de belasting. De zorgkosten zijn de laatste jaren substantieel gestegen. In 2015 werd al bekend dat sinds 2000 de zorgkosten zijn verdubbeld (RTL Nieuws, 2017). In 2017 is besloten dat er circa EUR 2 miljard extra wordt uitgegeven aan de verpleeghuiszorg. Dit is onder meer mogelijk doordat het economisch beter gaat in Nederland in 2017. De kans dat op termijn moet worden bezuinigd in de zorg is groot. De exogene schok die gerelateerd is aan het politiek risico die wordt geanalyseerd is een bezuiniging in de zorg vanuit de overheid. Daarnaast vergoed de overheid de huisvesting van verpleeghuiszorg aan de zorginstelling. Voor de verzorgingshuizen is dit afgeschaft.

Een exogene schok die zich kan voordoen is dat de overheid stopt met het vergoeden van de verpleeghuiszorghuisvesting.

C. Partnerrisico. Dit risico is gerelateerd aan een individuele zorgaanbieder (huurder) of belegger. Dit is geen risico waar een exogene schok uit voort komt die impact heeft op de volledige vastgoedmarkt voor zorgvastgoed. Zodoende wordt dit risico in de analyse van het vastgoedsysteem buiten beschouwing gelaten.

D. Kapitaalmarkt. De kapitaalmarkt heeft met name gevolgen voor de vastgoedbelegger, bekeken vanuit de vastgoedmarkt.

De belangrijkste exogene schokken die zich kunnen voordoen op de kapitaalmarkt zijn een verhoging of verlaging van de rente en schaarste van kredieten.

Deze zullen het gevolg zijn van andere schokken zoals bijvoorbeeld een recessie. De invloed van deze exogene schokken, wijziging van de rente en beschikbaarheid van kredieten, zal worden geanalyseerd voor de zorgvastgoedbeleggingsmarkt.

E. Beleggingsmarkt. De beleggingsmarkt is onderdeel van het model van DiPasquale & Wheaton waarmee deze analyse wordt uitgevoerd. Dit kwadrant kan door diverse exogene schokken worden beïnvloed, zoals de ontwikkelingen op de kapitaalmarkt, welke reeds zijn beschreven. De afgelopen jaren is de zorgvastgoedbeleggingsmarkt fors gegroeid. De vraag naar zorgvastgoed is toegenomen.

De exogene schok die wordt geanalyseerd op de beleggingsmarkt is een wijziging in de vraag naar zorgvastgoedbeleggingen.

Deze vraag kan gedreven worden door diverse andere factoren zoals een wijziging in de regelgeving voor pensioenfondsen. Indien deze meer kapitaal moeten aanhouden voor vastgoedbeleggingen (MiFID II) daalt het beschikbare vermogen voor vastgoedbeleggingen.

F. Financiële risico's. De financiële risico's zijn gerelateerd aan de individuele zorgaanbieder (huurder) en de belegger en hebben geen impact op het systeem. Een voorbeeld van een financieel risico is een debiteurenrisico. Vanwege het ontbreken van een directe relatie met de vastgoedmarkt wordt dit buiten beschouwing gelaten in deze analyse.

G. Juridische risico. De juridische risico's zijn gerelateerd aan de individuele zorgaanbieder (huurder) en de belegger en hebben geen impact op het systeem. Een voorbeeld van een juridisch risico is een contractrisico. Vanwege het ontbreken van een directe relatie met de vastgoedmarkt wordt dit buiten beschouwing gelaten in deze analyse.

Concluderend kan worden gesteld dat het vastgoedmarktrisico, politiek risico, kapitaalmarktrisico en het beleggingsmarktrisico gerelateerd zijn aan exogene schokken die zich kunnen voordoen in het vastgoedmarktsysteem. De exogene schokken zoals beschreven zullen worden geanalyseerd door gebruik te maken van het model van DiPasquale & Wheaton in hoofdstuk 5. De werking van het vastgoedsysteem middels dit model ontkracht of bevestigt het verschil in risico gerelateerd aan het huursysteem.

4.4 Conclusie

In dit hoofdstuk zijn op basis van de theoretische analyse interviewvragen uitgewerkt. De uitkomsten per risico van de interviews zijn beschreven in paragraaf 4.2.5. De validiteit en zeggingskracht is nader op in gegaan, vanwege de relatief kleine beleggingsmarkt en het beperkte aantal partijen dat in de markt actief is. Hierbij is geconcludeerd dat de validiteit en zeggingskracht hoog is onder meer doordat de semigestructureerde interviews op basis van de theorie zijn opgesteld en de geïnterviewden een hoog kennisniveau hebben op dit onderzoeksgebied. De geïnterviewden hebben een volledig antwoord gegeven op de vraag of de risico's hoger of lager liggen. De resultaten worden in hoofdstuk 5 nader geanalyseerd. Daarnaast is beschreven op welke wijze exogene schokken zich kunnen voordoen in het vastgoedsysteem van de zorgvastgoedbeleggingsmarkt. Dit dient als input voor de analyse in hoofdstuk 5 waarbij de werking van het vastgoedsysteem middels het model van

DiPasquale & Wheaton het verschil in risico gerelateerd aan het huursysteem kan ontcrachten, bevestigen of er inzicht in kan verschaffen. Concluserend kan worden gesteld dat er een goede basis met onderzoeksresultaten ligt voor een analyse in hoofdstuk 5. Hierbij wordt tevens ingegaan op het toetsende karakter van de interviews door de verwachting op basis van de theorie zoals omschreven in paragraaf 3.2 naast de resultaten uit de interviews te leggen.

Hoofdstuk 5 Analyse uitkomsten

In hoofdstuk 4 zijn de uitkomsten van de semigestructureerde interviews en de exogene schokken die zich in het vastgoedsysteem kunnen voordoen weergegeven. In dit hoofdstuk wordt gestart met een analyse van de uitkomsten van de interviews, waarbij de toetsing van de uitkomsten van de theorie uit hoofdstuk 2 worden meegenomen in de conclusie. Vervolgens wordt ingegaan op de impact van de exogene schokken in het vastgoedsysteem door een simulatie van de werking van het systeem uit te voeren. De uitkomsten van de analyse en de conclusies per risico per geïnterviewde worden teruggelegd bij de geïnterviewden door middel van een member check vanwege het exploratief en kwalitatief karakter van dit onderzoek. De validiteit wordt door een bevestiging, ontkrachting en nuancering van de geïnterviewden op de resultaten vergroot. De uitkomsten van deze member check worden geanalyseerd. Door deze drie onderdelen te combineren wordt antwoord gegeven op de vraag of er een verschil is in risico voor de vastgoedbelegger gerelateerd aan het huursysteem.

5.1 Analyse uitkomsten interviews

De semigestructureerde interviews zijn samengevat in onderstaande tabel. Hierbij is gekeken naar welk systeem een hogere risico heeft per type risico: markthuur of een vaste vergoeding. In hoofdstuk 4 zijn alle interviews samengevat per risico. In dit hoofdstuk wordt geanalyseerd of er een rode draad uit de interviews naar voren is gekomen en zo niet wat de reden is voor de verschillen.

In figuur 5.1 zijn de interviews samengevat waarbij is aangegeven bij welk type huurregime het risico hoger is of gelijk is. Hierbij is de term NHC gehanteerd voor de vaste huur welke vanuit de overheid wordt vergoed en markthuur voor een systeem waarbij de bewoner de markthuur betaalt. Daarnaast is samengevat wat de reden is welke wordt aangegeven voor het verschil in risico. Tenslotte wordt ook samengevat of, en zo ja met welk ander risico het risico een link heeft wat naar voren kwam in het gesprek. Om de samenvatting goed tot uitdrukking te laten komen is gewerkt met kleuren voor welk systeem het hoogste risico heeft waarbij geel staat voor een NHC-systeem, blauw voor markthuur en groen voor een gelijk risico.

Figuur 5.1 samenvatting interviews per risico

	Vastgoedmarktrisico	Politiek risico	Partnersrisico	Kapitaalmarktrisico
Gesprek 1 Risico hoger bij	NHC	NHC	NHC	NHC
Reden	Afhankelijkheid overheid	Terugval NHC	Afhankelijkheid exploitant	NHC onzeker voor bank
Link ander risico	Politiek risico	-		Politiek risico
Gesprek 2 Risico hoger bij	NHC	NHC	Gelijk	Gelijk
Reden	Overheid kan stoppen met vergoeden	dubbel risico: zorg en huisvesting	business case is gelijk	uitgangspunten gelijk
Link ander risico	Politiek risico			
Gesprek 3 Risico hoger bij	Gelijk	NHC	Gelijk	Gelijk
Reden	Business model zorg onderuit bij beide	Bij stoppen NHC niet, verlaging wel	Organisatie instelling belangrijk	afschaffen NHC over naar verhuur
Link ander risico		Juridisch risico. Clause tbv switch		vastgoedmarktrisico
Gesprek 4 Risico hoger bij	NHC	NHC	Gelijk	NHC
Reden	Flexibiliteit instelling bij markthuur	dubbel risico: zorg en huisvesting	Korte termijn NHC beter vice versa	Meer gefinancierd door hoge waarde
Link ander risico	Politiek risico	Juridisch risico. Clause tbv switch	Politiek risico	Politiek risico
Gesprek 5 Risico hoger bij	NHC	NHC	Gelijk	NHC
Reden	flexibiliteit bij markthuur	Minder speelbal politiek	verschillende risico's voor beide	Verpanding huurinkomsten en eenvoud
Link ander risico				Politiek risico

	Beleggingsmarktrisico	Financiële risico	Juridisch risico
Gesprek 1 Risico hoger bij	NHC	NHC	NHC
Reden	Markthuur couranter	Flexibiliteit markthuur	Link woninghuurcontract
Link ander risico	Politiek risico		Partnerrisico
Gesprek 2 Risico hoger bij	Gelijk	Gelijk	NHC
Reden	andere aspecten veel belangrijker	geen verschil in partner	Individuele verhuur markthuur
Link ander risico		partnerrisico; vastgoedmarktrisico	Politiek risico
Gesprek 3 Risico hoger bij	Gelijk	Markthuur	Gelijk
Reden	Afgedekt dmv langjarig huurcontract	Overheid betaalt NHC	Geen verschil te bedenken
Link ander risico	andere risico's en exit		Specifieke risico's corporaties
Gesprek 4 Risico hoger bij	NHC	Gelijk	Gelijk
Reden	Sluit beter aan bij marktvraag	Verschillende risico's	Afhankelijk inhoud contract
Link ander risico	Politiek risico	Politiek risico	
Gesprek 5 Risico hoger bij	NHC	Markthuur	NHC
Reden	meer beleggers geïnteresseerd	NHC constant betaald	Risico scheiden wonen en zorg
Link ander risico			Politiek risico

Naast deze visuele weergave is in figuur 5.2 per risico weergegeven hoe vaak een bepaald systeem als meer risicovol is benoemd. Dit dient als basis voor de analyse per risico.

Figuur 5.2 aantal keer hoger risico per type risico

	NHC	Markthuur	Geen van beide
Vastgoedmarktrisico	4		1
Politiek risico	5		
Partnerrisico	1		4
Kapitaalmarktrisico	3		2
Beleggingsmarktrisico	3		2
Financiële risico	1	2	2
Juridisch risico	3		2

5.1.1 Vastgoedmarktrisico

In de interviews is het vastgoedmarktrisico getypeerd als het risico dat de vraag naar of het aanbod aan verpleeghuishuizen een substantiële verandering laat zien. Hierbij is met name een forse daling van de vraag een risico. Immers als de vraag stijgt dan is er voor zorginstellingen een beperkt risico op de verpleeghuishuizenmarkt. Als voorbeeld is in interviews onder meer besproken dat indien een pil wordt uitgevonden tegen dementie de vraag snel zou kunnen dalen. Hierop is in de interviews door vier van de vijf geïnterviewden het risico hoger ingeschat bij een NHC systeem dan bij markthuur. Slechts één geïnterviewde gaf aan dat het risico gelijk was. Niemand gaf aan dat een systeem voor markthuur een hoger vastgoedmarktrisico heeft.

Interessant om te analyseren is de reden welke wordt aangegeven om te komen tot deze conclusie. Hierbij is de rol van de overheid bij de vaste vergoeding drie keer genoemd en twee keer is de flexibiliteit bij markthuur als argument gegeven. Het politiek risico wordt door alle geïnterviewden als grootste risicofactor genoemd bij een forse daling van de vraag in de verpleeghuishuizenmarkt. Dit heeft te maken met de afhankelijkheid van de overheid bij de vergoeding van huisvesting en de hieraan verbonden risico's. Indien op basis van een NHC wordt verhuurd, is het risico voor een belegger dat een zorginstelling moet switchen naar een markthuur en een ander type doelgroep aanwezig. Voor een zorginstelling die verhuurt op basis van een markthuur is dit eenvoudiger. De bewoners kunnen blijven wonen en de (zorg)doelgroep dient (langzaam) aangepast te worden. De overheid kan de vergoeding van de NHC abrupt stoppen bij een forse daling van de vraag.

De geïnterviewde welke het risico gelijk inschat is van mening dat de impact van de zorgexploitatie grotere gevolgen heeft voor de huurder (zorgexploitant) dan de huisvestingsvergoeding waardoor het effect van de wijze van huisvesting vergoeden teniet wordt gedaan. Hier geldt ook dat het risico dat overheid stopt met de vergoeding van, in dit geval de zorgexploitatie, als grootste risico wordt ingeschat. Met andere woorden het politiek risico.

Concluderend lijkt het dat het vastgoedmarktrisico hoger is bij een vaste vergoeding vanuit de overheid dan bij een markthuur. Dit heeft met name te maken met het politiek risico dat sterk gelinkt is aan het vastgoedmarktrisico en de flexibiliteit die de markthuur geeft om in te spelen op een veranderende vraag. Van marktwerking is bij de vaste vergoeding geen sprake. Zoals Schuld (2017) concludeerde ten behoeve van de woningmarkt is deze relatie van groot belang voor een goed functionerende markt. Ditzelfde lijkt te gelden voor de zorgvastgoedmarkt.

5.1.2 Politiek risico

Het politiek risico is wellicht het risico in de zorgsector met de grootste impact. De zorg wordt centraal door de overheid georganiseerd en vergoed. Dit collectieve systeem is sinds de jaren '50 ontwikkeld. Hierbij geldt dat de zorgkosten het afgelopen decennium fors zijn gestegen en met de ingezette vergrijzing zullen de zorgkosten een constante uitdaging blijven bij een sluitende overheidsbegroting. Dit heeft er onder meer toe geleid dat de overheid de afgelopen jaren een deel van de zorghuisvesting niet meer vergoed en de vergoeding heeft gekoppeld aan het type zorg dat wordt geleverd.

In de interviews is het dan ook niet verwonderlijk dat het politiek risico regelmatig wordt genoemd bij de andere risico's, zoals reeds ook aan bod is gekomen bij het vastgoedmarktrisico. De overheid vergoedt de vaste huisvestingsvergoeding aan het gros van de zorginstellingen. Een klein deel werkt met een markthuur die in rekening wordt gebracht. In de interviews kwam unaniem naar voren dat het politiek risico groter is bij een vaste vergoeding (NHC). De belangrijkste redenen die werden genoemd zijn de dubbele afhankelijkheid van de overheid: niet alleen voor de vergoeding van de zorg, maar ook voor de vergoeding van de huisvesting.

In de gesprekken is aangegeven dat indien de huisvesting dit toelaat een instelling zou kunnen switchen van een afhankelijkheid van de overheid met de vaste vergoeding naar een markthuur. Dit is een risico voor een vastgoedbelegger. De zorginstelling moet hier toe in staat zijn qua organisatie, het is immers geen woningcorporatie. Daarnaast moet de zorginstelling de juiste contractuele vorm vinden om over te stappen naar markthuur. Het juridisch risico is hierbij in twee interviews genoemd als een risico waar rekening mee moet worden gehouden bij het beoordelen van het politiek risico.

De redenatie dat een zorginstelling kan overgaan tot marktconforme verhuur in plaats van het verkrijgen van een vaste vergoeding is alleen van toepassing indien het verschil zeer groot wordt tussen de vergoeding of dat de vergoeding vanuit de overheid volledig stopt. Een risico dat is gekoppeld aan de vaste vergoeding vanuit de overheid is dat de hoogte van het bedrag langzaam terugloopt. Dit kan ervoor zorgen dat een zorginstelling te lang wacht met het overgaan tot verhuur.

Een laatste aspect dat in dit kader is genoemd is dat de zorginstelling die afhankelijk is van de vaste vergoeding cliënten heeft die bewust voor dit systeem hebben gekozen, omdat dit financieel het meest gunstig is voor hen. Indien een zorginstelling overgaat tot verhuur voor een markthuur kan het zijn dat de bewoner netto (huur, services, eigen bijdrage) meer moet betalen dan voorheen. De eigen bijdrage bij de verschillende systemen zijn namelijk niet vergelijkbaar. Dit kan de mogelijkheid tot het overgaan naar markthuur bemoeilijken.

Concluderend kan worden gesteld dat uit de gesprekken unaniem naar voren is gekomen dat het politiek risico bij de vaste vergoeding het hoogste wordt ingeschat. De belangrijkste reden is de dubbele afhankelijkheid van de overheid voor de zorg én de huisvesting. De mogelijkheid om te switchen van de vaste vergoeding vanuit de overheid naar een markthuur geeft dermate veel uitdagingen dat dit het risico niet voldoende mitigeert. Een aspect dat niet wordt genoemd door de geïnterviewden is dat er een politiek risico ligt op het gebied van ontwikkelingen op de woningmarkt. Door Van der Gijp (2014) werd dit als belangrijkste risico gezien. Door het

scheiden van wonen en zorg wordt de zorgmarkt meer gekoppeld aan de wetgeving op de woningmarkt. Het argument van Van der Gijp (2014) dat de NHC zich leent voor bezuinigingen in de toekomst wordt volledig onderschreven in de interviews.

5.1.3 Partnerrisico

Het partnerrisico is in de interviews vaak gebleken een lastig te bepalen risico met het uitgangspunt zoals bepaald in de case. Hierbij geldt dat de partners, oftewel de huurders van de zorgcomplexen, eenzelfde profiel en financiële situatie kenden. In de praktijk is het vaak zo dat dit niet het geval is. Huurders die de vaste vergoeding ontvangen zijn doorgaans stichtingen en geen ondernemer, daarnaast hebben ze een langere historie, ander type vastgoed, een beperkte solvabiliteit en meer aspecten die van belang zijn bij het bepalen van het partnerrisico. In de interviews is hier constant de nadruk gelegd op het feit dat indien alle aspecten wel vergelijkbaar of er dan alsnog een verschil zit in partnerrisico.

Het is dan ook niet opmerkelijk dat de uitkomst is dat vier van de vijf geïnterviewden het risico gelijk hebben ingeschat. Interessant is om te analyseren welke argumenten hiervoor werden genoemd en waarom één geïnterviewde van mening is dat het risico hoger is bij een vaste vergoeding.

Begonnen wordt met het analyseren wat de reden is waarom het risico hoger is ingeschat. Het argument dat gegeven is dat er alsnog een hoger partnerrisico is bij een vaste vergoeding vanuit de overheid is dat je afhankelijk bent van de partner voor het verkrijgen van de huisvestingsvergoeding waarmee de huur betaald moet worden. De partner is namelijk verantwoordelijk voor het sluiten van een contract met het zorgkantoor voor het leveren van zorg (en dus ook de hieraan gekoppelde huisvestingsvergoeding). Bij een markthuur is deze afhankelijkheid lager. Hier zit een potentieel risico.

De argumenten van de andere geïnterviewden voor een gelijk risico waren redelijk vergelijkbaar. Er werden wel enkele argumenten aangedragen voor een hoger risico bij een van de systemen, maar dat werd vervolgens weer gecompenseerd door een ander risico bij het andere systeem. De rode draad is dat de business case gelijk is en de kwaliteit van de organisatie van groot belang is bij het partnerrisico. Zodoende wordt dit gelijk ingeschat. Hierbij werd regelmatig opgemerkt dat in de praktijk het partnerrisico één van de meest belangrijke risico's is waar veel aandacht aan besteed wordt. In de case zoals gehanteerd voor dit onderzoek is de kwaliteit van beide gelijk en goed. De associatie in de gesprekken is vaak dat een partner (huurder) welke afhankelijk is van de vaste vergoeding vanuit de overheid een wat minder efficiënte organisatie heeft, minder bedrijfskundig. Echter, hebben deze organisaties de basis vaak goed op orde en voldoen ze bijvoorbeeld goed aan de eisen van de inspectie voor de gezondheidszorg.

Concluderend kan worden gesteld dat er geen of een beperkt verschil in partnerrisico is tussen de systemen als de partners een vergelijkbaar profiel hebben. De associatie is doorgaans anders, maar dat is nadrukkelijk niet het uitgangspunt in dit onderzoek.

5.1.4 Kapitaalmarktrisico

Het kapitaalmarktrisico heeft met name te maken met de mogelijkheid om vreemd vermogen aan te trekken en de voorwaarden waaronder dit kan worden verkregen. In de interviews is in drie van de vijf gevallen het risico hoger ingeschat indien de zorginstelling een vaste vergoeding krijgt van de overheid en twee geïnterviewden schatten het risico gelijk in.

De argumenten die zijn genoemd indien de vaste vergoeding als hoger risico is ingeschat, zijn in hoofdlijnen vergelijkbaar. De link die gemaakt wordt, is dat het politiek risico hoger wordt ingeschat door de bank waardoor

minder gefinancierd wordt of tegen minder gunstige voorwaarden. Zo is aangedragen als argument dat de bank verhuur door middel van een markthuur zal financieren als woningvastgoed wat minder specifiek is als zorgvastgoed. Ook de waarde van het complex zal hoger liggen doordat het verhuurd is middels markthuur waardoor procentueel wellicht eenzelfde percentage van de waarde wordt gefinancierd, maar in absolute bedragen zal meer worden gefinancierd. Ook de risico opslag op het rentepercentage (financieringsvoorwaarde) zal hoger liggen door de onzekerheid die de vaste vergoeding met zich mee brengt. Een interessant argument dat rechtstreeks gekoppeld is aan het huursysteem dat werd genoemd is dat de bank kan eisen dat de huurinkomsten van de zorginstelling, die worden ontvangen van de bewoners, worden verpand aan de bank. Bij een vergoeding vanuit de overheid kan dit niet. Dit werkt risico verhogend.

De argumenten van de geïnterviewden welke aangaven dat het risico vergelijkbaar is, zijn met name gerelateerd aan het feit dat de huurder, het vastgoed en het huurcontract tussen de huurder en de eigenaar gelijk zijn. Dit vormt de basis voor het financieren van het vastgoed. Indien de onderliggende huurinkomsten van de overheid komen of van de bewoner en er kan relatief eenvoudig tussen deze twee systemen gewisseld worden door de zorginstelling (vastgoed is gelijk), dan is het verschil minimaal is de redenatie.

Concluderend kan worden gesteld dat het risico hoger wordt ingeschat door de geïnterviewden bij een systeem met een vaste vergoeding, vanwege de onzekerheid als de huurinkomsten van de huurder (zorginstelling) wegvallen. De inschatting is dat de bank minder bekend is met het systeem met de vaste vergoeding en daarvoor wellicht een opslag zal plaatsen op de rentevergoeding. Mogelijk zal de waarde hoger liggen van het complex wat verhuurd wordt op basis van een markthuur wat meer ruimte geeft om te financieren. Aan de andere kant wordt ingeschat dat de bank hier wel voldoende kennis van heeft of zich in mindere mate verdiept in de wijze waarop de huur wordt ontvangen door de zorginstelling. Dat het vastgoed, de kwaliteit van de huurder en het huurcontract zwaarder wegen in de afweging. De verwachting is dat dit per bank zal verschillen. Indien een bank verstand heeft van zorgvastgoed zal dit laatste het geval zijn en indien een bank minder verstand heeft van zorgvastgoed zal het risico wellicht hoger worden gepercipieerd.

5.1.5 Beleggingsmarktrisico

Het risico op de beleggingsmarkt is dat een zorgvastgoedbelegging voor een lagere prijs of niet verkocht zal worden. De courantheid, het aantal beleggers dat geïnteresseerd is in een beleggingsproduct, is in alle gesprekken naar voren gekomen. De parallel werd tevens getrokken met de kapitaalmarkt. Een financier zou op een vergelijkbare wijze naar het product kijken als een belegger. Echter, een belangrijk verschil is dat de beleggers het object zelf kopen. Het aantal zorgvastgoedbeleggers is fors toegenomen de laatste jaren. Dit komt ook uit de gesprekken naar voren. De vraag naar zorgvastgoedbeleggingen is hoog. Toch is er een belangrijk verschil naar voren gekomen tussen beleggingen met de twee typen vergoedingssystemen.

Drie van de vijf geïnterviewden schatten het risico hoger in indien de huur van de zorginstelling wordt betaald door middel van de vaste vergoeding vanuit de overheid. De redenen hiervoor zijn dat meer beleggers geïnteresseerd zijn in een beleggingsproduct dat lijkt op een woningbelegging. Het aantal beleggers dat zich heeft verdiept in het vergoedingssysteem van de overheid voor zorgvastgoed is nog steeds beperkt en zijn met name institutionele beleggers. Dit verhoogt het beleggingsmarktrisico voor dit type beleggingen. Daarnaast wordt aangegeven dat het beter aansluit bij de vraag van de beleggers welke ook vaak kijken naar de alternatieve aanwendbaarheid van een zorgcomplex. Met andere woorden wat kan een belegger met het vastgoed indien de zorginstelling zijn huur opzegt. Als dan reeds de bewoners een marktconforme huur betalen is de link naar woningvastgoed makkelijker te maken dan indien de overheid de zorginstelling nu een vaste vergoeding vergoed op basis van de zorgvraag van de bewoners.

Vergelijkbaar met de reacties op het kapitaalmarktrisico is de reden dat twee geïnterviewden het risico gelijk

inschatten dat beleggers met name kijken naar het vastgoed, de kwaliteit van de huurder en het huurcontract. Dat is in dit onderzoek gelijk gesteld aan elkaar. Het uitgangspunt is dan dat beleggers het risico ook gelijk inschatten en dit niet laten afhangen van de wijze waarop de huurder (zorginstelling) de huur ontvangt (via de overheid of rechtstreeks van de bewoner). Met name bij een langjarig huurcontract waarbij het uitgangspunt is dat de huurder de huur goed kan betalen is de redenatie dat het risico gelijk is.

Het beleggingsmarktrisico wordt door een aantal geïnterviewden wederom gekoppeld aan het politiek risico en de parallel getrokken met de risico's die onder meer bij het vastgoedmarktrisico naar voren zijn gekomen. Hierbij geldt dat als de politiek besluit de vaste vergoeding af te bouwen er een omslagpunt komt dat het voor een zorginstelling interessant is om zelf te gaan verhuren tegen een markthuur. Dit zal echter een risico met zich meebrengen. Baan (2016) concludeert dat door voldoende kennis van de sector bij een belegger het risico voor wijzigende wet- en regelgeving en de rol van de overheid kan worden verlaagd. Dit blijkt in beperkte mate het geval uit de interviews. De overheid blijft een onzekere factor welke ondanks voldoende kennis lastig te voorspellen is. Als er een risico wordt aangegeven zit dit met name bij de instellingen die afhankelijk zijn van de vaste vergoeding van de overheid. Dit risico vertaalt zich door naar de belegger.

Concluderend kan worden gesteld dat de respondenten aangeven dat het beleggingsmarktrisico gelijk is als gekeken wordt naar het type vastgoed, de kwaliteit van de huurder en het huurcontract. Deze aspecten wegen zwaarder dan de wijze waarop de zorginstelling zijn huisvesting vergoed krijgt. De inschatting van de meeste geïnterviewden is echter dat er meer beleggers geïnteresseerd zijn in een zorgvastgoedbelegging waar de bewoner een markthuur betaalt en de zorginstelling zijn huur weer betaalt op basis van deze huurinkomsten in plaats van op basis van een vaste vergoeding vanuit de overheid. De courantheid is beperkter bij een vaste vergoeding.

5.1.6 Financiële risico

Het financiële risico ligt met name in het debiteurenrisico. Het debiteurenrisico is grotendeels afhankelijk van het partnerrisico. In de basis zou dit gelijk moeten zijn aangezien het partner risico door het gros van de geïnterviewden gelijk is gesteld. Toch is dit niet het geval. Dit is het enige risico waarbij twee geïnterviewden het risico hoger inschatten bij een markthuur. Opvallend is dat twee geïnterviewden de vaste vergoeding als risicovoller inschatten. Eén geïnterviewde schat in dat het risico gelijk is. Kortom, bij dit risico komt een gemixt beeld naar voren. Interessant is om te analyseren wat deze verschillen veroorzaakt en welke argumenten zijn aangedragen.

De reden waarom de markthuur als risicovoller wordt gezien is dat als de overheid de vaste vergoeding betaalt, de zorginstelling verzekerd is van het feit dat de huurinkomsten daadwerkelijk binnenkomen en de zorginstelling zijn huur kan betalen aan de belegger. Het debiteurenrisico zou hierdoor lager moeten zijn. Dit argument vormt doorgaans de basis waarom een vaste vergoeding vanuit de overheid het meest optimaal zou zijn en tot het laagste risico zou leiden.

Twee geïnterviewden geven aan dat er toch een hoger debiteurenrisico is bij de vaste vergoeding. Dit heeft te maken met het politiek risico. Indien de vaste vergoeding wordt afgebouwd, wat de verwachten is van deze geïnterviewden, is het risico aanwezig dat de zorginstelling zijn huur niet meer kan betalen. Hiermee komt alsnog een hoger debiteurenrisico te liggen ook al is de zorginstelling afhankelijk van de overheid van zijn vergoeding. Interessant is dat de geïnterviewde welke het risico gelijk stelt, de twee genoemde argumenten voor beide systemen noemt en zodoende op een gelijk risico uitkomt. Op korte termijn bij een gelijkblijvend systeem met een vaste vergoeding voor de huisvesting is de overheid de meest optimale debiteur voor een zorginstelling wat zich door vertaalt in een beperkt lager risico voor de belegger. Op middellange termijn kan het systeem met de

vaste vergoeding worden aangepast door de overheid waardoor toch met name bij de instellingen die hiervan afhankelijk zijn een risico ontstaat.

Tenslotte is het belangrijk om op te merken dat de bewoners die een markthuur betalen worden gescreend of zij de huur goed kunnen betalen. Zodoende is het debiteurenrisico ten opzichte van de overheid beperkt hoger. Echter, heeft de zorginstelling wel te maken met veel verschillende debiteuren waardoor altijd een hoger risico is dan indien er één debiteur is en die debiteur de overheid is. De redenering die vervolgens wordt gemaakt is dat voordat de zorginstelling zijn huur niet meer betaald aan de belegger, dit waarschijnlijk niet zal komen doordat één bewoner zijn huur niet consistent betaald. Concluderend is het risico beperkt hoger indien de zorginstelling op basis van markthuur zijn huur betaalt aan de belegger.

Concluderend is de verwachting dat het verschil in risico op basis van de interviews beperkt is en er met name een verschil zit op de korte en middellange termijn qua financieel risico. De meningen zijn in evenwicht waarbij de argumenten voor een hoger risico bij markthuur en bij de vaste vergoeding overeenkomen met de argumenten voor de korte en middellange termijn. Hierbij geldt dat op de korte termijn met name het een indirect risico betreft. De zorginstelling loopt meer risico, omdat diverse bewoners hun huur moeten betalen. Op basis van dit risico zou de zorginstelling de huur aan de belegger minder goed kunnen betalen. Bij een vaste vergoeding is dit risico niet aanwezig, omdat de overheid de huisvesting betaalt. Echter, als de overheid op de middellange termijn het systeem met de vaste vergoeding gaat aanpassen dan vormt zich een direct risico voor de belegger, aangezien de zorginstelling de huur niet meer kan betalen aan de belegger.

5.1.7 Juridisch risico

Het juridisch risico is afhankelijk van de wijze waarop contracten zijn opgesteld. Het uitgangspunt is dat het contract tussen de belegger en de huurder (zorginstelling) gelijk is ongeacht het systeem. In de interviews is de inhoud van de contracten vaak onderwerp van gesprek geweest. Drie geïnterviewden zijn van mening dat bij de vaste vergoeding een hoger risico ligt en twee schatten het risico gelijk in bij een markthuur.

De reden waarom het risico hoger wordt ingeschat bij een vaste vergoeding vanuit de overheid is dat het contract dat een zorginstelling hanteert voor de verhuur een woninghuurcontract is. Bij een vaste vergoeding vanuit de overheid is er sprake van een woonzorgservicecontract. Ook het politiek risico wordt hier genoemd als reden voor het ontstaan van juridische risico's. Als de vergoeding vanuit de overheid wordt afgebouwd dient de zorginstelling alsnog te gaan verhuren. Dit zal in het hoofdhuurcontract geregeld moeten zijn. Bij een woninghuurcontract is de huur gekoppeld aan de bewoner. Dit huurcontract is ook eenvoudiger over te nemen door een andere zorginstelling indien de zorginstelling toch failliet zou gaan (partnerrisico).

De redenen waarom het risico vergelijkbaar wordt ingeschat is, omdat sec wordt gekeken naar het hoofdhuurcontract dat de belegger en de huurder (zorginstelling) met elkaar hebben. Als hierin wordt opgenomen dat een zorginstelling flexibel is bij om te kiezen voor een vergoeding vanuit de overheid of een markthuur dan zou het risico vanuit een belegger gezien gelijk moeten zijn.

Concluderend lijkt het juridisch risico niet af te hangen van het systeem, maar van de clausules die zijn opgenomen in het huurcontract met de zorgexploitant. In theorie loopt een belegger indirect risico indien de zorgexploitant failliet gaat bij een vaste vergoeding vanuit de overheid. Er dient een zorginstelling gevonden te worden die de huurverplichting over wil nemen en met de overheid dezelfde afspraken kan maken over de vaste huisvestingsvergoeding. Bij een markthuur hoeft dit niet. De bewoners blijven hun huur betalen. Er dient alleen een zorgexploitant gevonden te worden die thuiszorg kan leveren.

5.1.8 Verwachting theorie en uitkomsten interviews

Op basis van de theorie uit hoofdstuk 2 en 3 zijn in paragraaf 3.2 twee verwachtingen opgesteld wat betreft de interviews:

1. Het vastgoedmarktrisico, politiek risico, kapitaalmarktrisico en het beleggingsmarktrisico worden hoger ingeschat bij een systeem met een vaste vergoeding dan bij een systeem met een markthuur.
2. Het politiek risico heeft een brede impact. Het is zodoende ook reëel te verwachten dat het politiek risico één van de meest belangrijke risico's vormt bij de afweging welk huursysteem risicovoller is.

Zoals in figuur 5.2 is weergegeven, is bij het vastgoedmarktrisico, politiek risico, kapitaalmarktrisico en het beleggingsmarktrisico door het merendeel van de geïnterviewden aangegeven dat het risico hoger wordt ingeschat bij de vaste vergoeding. Door een aantal geïnterviewden is bij een aantal risico's aangegeven dat er geen verschil in risico voor de belegger wordt vermoed tussen de huursystemen. Dit bevestigt de eerste verwachting zoals opgesteld. Hieruit blijkt dat de verwachting uit de theorie overeenkomt met de uitkomst van de interviews.

De tweede verwachting was dat het politiek risico een brede impact heeft. Uit de interviews komt naar voren dat dit risico het hoogste is bij de vaste vergoeding vanuit de overheid vanwege de hoge afhankelijkheid en de grote mate van onzekerheid. Daarnaast is dit risico een groot aantal keer genoemd als belangrijkste risicofactor bij de andere risico's. De afhankelijkheid van de overheid heeft een sterk risico verhogend effect.

5.1.9 Conclusie

De uitkomsten van de interviews zijn geanalyseerd. De uitkomst is sprekend. In totaal is 20 maal het systeem met de vaste vergoeding als risicovoller benoemd en is in 13 gevallen het risico gelijk ingeschat (zie figuur 5.3). Slechts in twee gevallen is wordt de markthuur als risicovoller ingeschat. Het toetsende karakter is bevestigd. Op basis van de theorie zijn twee verwachtingen opgesteld die in lijn lagen met de uitkomst van de interviews.

Figuur 5.3 aantal maal hoger risico huursysteem

	Aantal keer
Vaste vergoeding	20
Markthuur	2
Geen van beide	13
Totaal	35

Bij het politiek risico is unaniem de mening van de geïnterviewden dat het risico hoger is bij het systeem met een vaste vergoeding vanuit de overheid. De argumentatie hiervoor is eensluidend: er zit een dubbel politiek risico in een systeem waar je huurder niet alleen afhankelijk is van de overheid voor het verkrijgen van de zorgbudgetten, maar ook voor de vergoeding van de huisvesting. De nuance die in de gesprekken is gemaakt is dat de impact van bepaalde politiek interventies ook risicovol kunnen zijn voor het systeem waar een markthuur wordt gerekend. De onzekerheid hoe de overheid zal gaan interveniëren versterkt het risico.

Het politiek risico wordt bij alle andere zes risico's door minimaal één geïnterviewde als argumentatie gehanteerd voor een verhoogd risico. Bij het vastgoedmarkt-, beleggingsmarkt- en kapitaalmarktrisico wordt het politiek risico het meest genoemd als oorzaak voor het verschil in risico. De impact als de vraag weg valt naar verpleeghuishouding, de inschatting van het risico van de beleggers en de kapitaalverschaffers zijn sterk gelinkt met het systeem wat momenteel in de zorg geldt voor het vergoeden van huisvesting. Mede gezien de substantiële ontwikkelingen op dit terrein de afgelopen jaren, zoals beschreven in hoofdstuk 1, creëert dit onzekerheid.

Ook bij het debiteurenrisico is het politiek risico de reden dat het systeem met de vaste vergoeding vanuit de overheid alsnog risicovoller wordt ingeschat voor een belegger, ondanks dat de bron van de huurinkomsten de overheid is in plaats van de individuele bewoners.

Alle geïnterviewden zijn van mening dat het systeem voor het vergoeden van de huisvesting (overheid of bewoner) een directe link heeft met het risico voor een belegger die een overkoepelend huurcontract sluit met de zorginstelling. Dit is onder meer te verklaren door het specifieke karakter van de verpleeghuisvesting. De gebruiker bepaalt voor een belangrijk deel de waarde van het vastgoed. Dit is van belang voor een vastgoedbelegger om zich te realiseren bij het bepalen van het risico.

De verschillen in de argumentatie in de interviews zijn naast de verschillende niveaus waaraan de risico's worden gekoppeld (indirect/direct voor belegger) tevens voor een groot deel te verklaren doordat een andere tijdschikhorizon in gedachten wordt gehouden. Op korte termijn kan het zijn dat de risico's anders liggen dan op de middellange (of lange) termijn. Dit is met name wederom het geval met de risico's die gerelateerd zijn aan het politiek risico.

In de volgende paragraaf worden de risico's geanalyseerd met het model van DiPasquale & Wheaton om te analyseren of de uitkomst van de interviews geduid kunnen worden door de simulatie van de werking van het vastgoedsysteem bij de twee huursystemen.

5.2 Analyse risico's model DiPasquale & Wheaton

Naast de uitkomst van de interviews wordt het risico geanalyseerd door het functioneren van het vastgoedsysteem te analyseren. Indien de werking van het vastgoedsysteem vanwege het huursysteem niet optimaal functioneert of vastloopt bevestigt, ontkracht of beargumenteerd dit de uitkomsten van de analyse in 5.1.

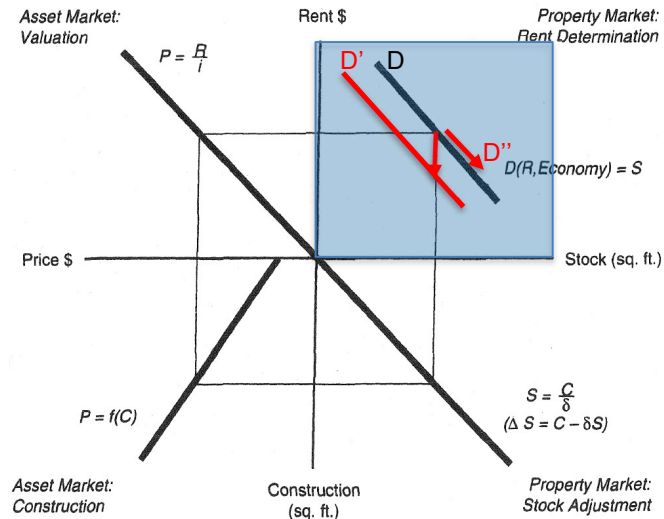
Het model van DiPasquale & Wheaton en de risico's die worden geanalyseerd zijn respectievelijk beschreven in paragraaf 3.1.2 en paragraaf 4.3. De risico's die worden geanalyseerd zijn het vastgoedmarktrisico, politiek risico, kapitaalmarktrisico en het beleggingsmarktrisico. In deze paragraaf worden de exogene schokken kort herhaald waarna wordt geanalyseerd. Het vastgoedmarktrisico en het beleggingsmarktrisico vallen in het desbetreffende kwadrant van het model. Het kapitaalmarktrisico is direct gerelateerd aan de beleggingsmarkt en wordt zodoende ook meegenomen in de analyse in dat kwadrant. Het politiek risico is niet direct gekoppeld aan een kwadrant. Dit risico kwam bij de interviews bij vrijwel alle risico's terug. Echter, is het politiek risico geoperationaliseerd als een politieke interventie dat de vergoeding van de huisvesting zal dalen of worden afgeschaft. Dit komt overeen met de huur in het model. Zodoende zal dit worden meegenomen in de analyse van de vastgoedmarkt.

Deze analyse wordt gedaan waarbij een systeem met een vaste vergoeding vanuit de overheid van toepassing is en een systeem met een markthuur. Belangrijk om op te merken, is dat bij deze analyse uit wordt gedaan van een situatie die, met uitzondering van de exogene schok, gelijk blijft. Alle overige variabelen blijven gelijk (*ceteris paribus*). Zo is het bijvoorbeeld voor deze analyse uitgesloten dat een zorginstelling overstapt van het ene naar het andere systeem zoals wel in de interviews naar voren is gekomen. Daarnaast is het uitgangspunt dat er een rechtstreekse relatie ligt tussen de huur die een zorginstelling kan betalen en de vergoeding die wordt ontvangen vanuit de overheid of de markthuur. Hierbij wordt uitgegaan van een nieuw huurcontract waarbij de huur wordt afgestemd op de huisvestingsvergoeding die de zorginstelling ontvangt (vanuit de overheid of bewoner). De reden voor deze aanpak is om een heldere analyse te maken van de impact van de exogene schok op de te analyseren markt.

5.2.1 Een exogene schok op de vastgoedmarkt

Zoals beschreven in paragraaf 4.3 kunnen zich twee schokken zich voordoen: de vraag valt weg of het aanbod neemt substantieel toe. Het kwadrant waar deze schok zich voordoet is het vastgoedmarktkwadrant (rechtsboven).

Figuur 5.4 Kwadrant exogene schok: afname vraag of toename aanbod in model DiPasquale & Wheaton (1996)



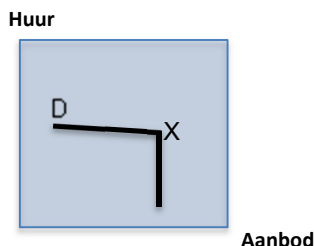
Bij een daling van de vraag bij een gelijkblijvend aanbod zou de vastgoedmarkt reageren door een daling van de huur. De vraagaanbod curve gaat van D naar D'. Bij een toename van het aanbod bij een gelijkblijvende vraag zal de curve stabiel blijven en D naar D'' gaan.

Systeem vaste vergoeding vanuit overheid

Indien de vraag zou dalen naar of het aanbod van verpleeghuiszorghuisvesting dan zou de huur omlaag gaan van de verpleeghuisstudio's. Echter, de huurprijs is in dit systeem een vaste vergoeding vanuit de overheid welke is gebaseerd op normatieve kosten in plaats van op basis van vraag en aanbod. Kortom de verschuiving van D naar D' vindt niet plaats bij een dalende vraag of een verschuiving op de curve van D naar D''.

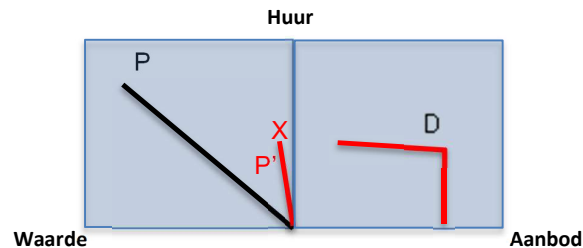
De traditionele lijn D is ook niet aan de orde. De vraagaanbodcurve is vrijwel volledig inelastisch op korte termijn. De curve is feitelijk zoals in figuur 5.5. Indien de vraag daalt, daalt de huur vrijwel niet op de korte termijn per verpleeghuisstudio. Echter, dit is op studio niveau. De overheid bepaalt het verpleeghuiszorgbudget op een inschatting van het aantal mensen met een bepaalde zorgvraag. Hieraan wordt een vast normatief bedrag gekoppeld. Kortom, als de vraag daalt zal de overheid het totale budget verlagen. Dit betekent dat voor een verpleeghuisstudio de huur niet van 100 naar 90 zal zakken, maar gelijk naar 0 en voor een deel blijft de huur 100. Kortom het is een binair verloop van de huur. Vanaf een bepaald aanbod (punt X in figuur 5.5) daalt de huur naar 0.

Figuur 5.5 vastgoedmarktkwadrant bij vaste vergoeding vanuit overheid (model DiPasquale & Wheaton)



Als dan wordt geanalyseerd wat de impact is voor een beleggingsmarkt is dat de waarde relatief stabiel blijft tot een bepaald punt waarbij de waarde vrijwel volledig naar 0 gaat. Het model beschrijft de werking van een vastgoedmarkt. De vastgoedmarkt functioneert in deze situatie niet als een markt. Door dit aspect zal de curve in het beleggingskwadrant niet lopen conform de lijn P maar als P' (figuur 5.6). De waarde zal ceteris paribus nooit hoger liggen dan waarde X, aangezien de huur nooit hoger zal liggen dan de vastgestelde vergoeding. De waarde zal snel dalen bij een daling van de vraag of een toename van het aanbod.

Figuur 5.6 beleggingsmarktkwadrant bij vaste vergoeding vanuit overheid (model DiPasquale & Wheaton)



De hoeveelheid verpleeghuizen die wordt bijgebouwd is zodoende ook beperkt afhankelijk van de vraagontwikkeling en zodoende redelijk stabiel. Op een bepaald moment zal er geen nieuw vastgoed worden ontwikkeld als de vraag wegvalt of het bod teveel is gestegen. Vanwege de inelastische waardeontwikkeling in relatie tot de vraag en aanbod is dit een beperkte factor in de nieuwbouwproductie. Dit verklaart ook dat de voorraadaanpassing ook beperkt afhankelijk is van de vraag en het aanbod.

Concluderend kan worden gesteld dat de vastgoedmarkt niet functioneert als een markt vanwege het ontbreken van de relatie tussen de huurprijs en de vraag en het aanbod. Hierdoor functioneert de beleggingsmarkt niet en wordt ook de nieuwbouwproductie niet gestuurd door de toename van de beleggingswaarde op de beleggingsmarkt. Uiteindelijk bepaalt de overheid de prijs en het aanbod.

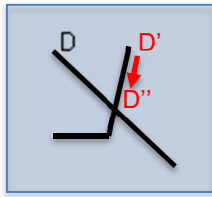
Politiek risico

Zoals aangegeven in de inleiding van deze paragraaf is het politiek risico in het vastgoedsysteem geoperationaliseerd als een politieke interventie die te verwachten is in dit kwadrant waarbij de exogene schok een daling van de hoogte van de huur (normatieve huisvestingsvergoeding) inhoudt. Als de huur daalt, zou in theorie de vraag stijgen en ook het aanbod moeten toenemen. De vraag is of dit gebeurt. Een zorginstelling zal minder bereid zijn meer aanbod op de markt te brengen want er wordt minder op verdiend. Uitgaande van een marktevenwicht waarin een zorginstelling een acceptabel rendement kan maken bij een bepaalde huurprijs. Kortom het aanbod daalt bij een daling van de huurprijs. De zorginstelling maakt immers minder (of geen) rendement. Dit is echter een omgekeerde situatie van de normale werking van de vastgoedmarkt. Op basis van het aanbod en de aanwezige vraag wordt de huur bepaald. De huur bepaalt niet het aanbod. De huur kan de vraag wel bepalen, alleen zal dit alleen gebeuren indien met het aanbod eenvoudig ingespeeld kan worden op de vraag (elastisch) en het rendementstechnisch interessant is voor een lagere prijs het product aan te bieden.

De vraag is een cruciaal aspect. Deze zou in theorie moeten stijgen bij een dalende huur. Echter, deze huur die betaald wordt vanuit de overheid heeft geen effect op de portemonnee van de uiteindelijke bewoner. Er bestaat zodoende geen relatie tussen de vraag naar verpleeghuisvesting en de huur die een zorginstelling ontvangt. De curve ziet er zodoende uit zoals weergegeven in figuur 5.6. Hierbij is D een 'normale' curve en D' de curve die met dit systeem overeenkomt. De exogene schok, waarbij de huur naar beneden wordt bijgesteld is aangegeven met de rode pijl naar D''. Beargumenteerd kan worden dat bij een bepaald huurniveau het aanbod sterk afneemt (zorginstellingen maken een onacceptabel verlies op hun vastgoed) en de huurprijs niet lager kan worden aangezien er dan geen aanbod meer is (bijvoorbeeld verlies zo groot dat dit leidt tot faillissement zorginstelling).

Figuur 5.6 vraagaanbod curve politiek risico in vastgoedmarkt (model DiPasquale & Wheaton)

Huur



Aanbod

De impact voor de overige kwadranten is dat een dalende huur leidt tot dalende beleggingsmarktprijzen. Dit komt overeen met hoe een 'normale' beleggingsmarkt zou reageren op een exogene schok in de vastgoedmarkt waarbij de huurprijzen dalen. Dit zou leiden tot minder nieuwbouwconstructie waardoor er nog minder aanbod zou komen. Dit frustreert de markt bij een gelijkblijvende vraag.

Dit betekent dat het model, net als bij de exogene schok op de vastgoedmarkt door een dalende vraag of toename van het aanbod, bevestigt dat er geen sprake is van een functionerende markt waarbij bepaalde prikkels leiden tot een doelmatige (de)stimulering van de markten waardoor een evenwichtssituatie ontstaat. In deze situatie zal geen nieuw evenwicht worden gevonden. Dit verhoogt het risico voor een vastgoedbelegger aangezien deze is gebaad bij een voorspelbare markt. Dit is niet het geval.

Systeem markthuur

Het vastgoedmarktkwadrant wordt tevens geanalyseerd bij een systeem waarbij een markthuur wordt betaald door bewoners van het verpleeghuis. Hier wordt tevens gekeken wat de impact is indien zich twee schokken voordoen: de vraag valt weg of het aanbod neemt substantieel toe. Daarnaast wordt het politiek risico hierin meegenomen.

Zoals in figuur 5.4 weergegeven zal bij een daling van de vraag bij een gelijkblijvend aanbod de vastgoedmarkt reageren door een daling van de huur (van D naar D'). Bij een toename van het aanbod bij een gelijkblijvende vraag zal de curve stabiel blijven en D naar D'' gaan. In een systeem waarin een markthuur betaald wordt is het reëel te verwachten dat dit gebeurt. Immers de bewoner betaald voor de zorgwoning. Door een dalende vraag bij een gelijkblijvend aanbod kan een consument beter onderhandelen over de prijs en zullen de prijzen dalen. Ook zal de markthuur dalen indien het aanbod substantieel toeneemt.

De beleggingsmarkt zal reageren op een lagere huur door een lagere waarde toe te kennen aan de zorgvastgoedbeleggingen. Hierbij is het uitgangspunt gehanteerd dat de belegger een overkoepeld huurcontract heeft met de zorginstelling waarbij de huur een rechtstreekse relatie heeft met de markthuur die de bewoner betaalt.

Doordat de waarde die een belegger bereid is te betalen daalt, zal er minder worden gebouwd en zal er beperkt nieuwe voorraad worden toegevoegd. Verouderd vastgoed wordt gesloopt en nieuw vastgoed wordt vrijwel niet gerealiseerd. Dit maakt dat het aanbod daalt, er weer schaarste ontstaat en de huur op een niveau komt te liggen waarmee een nieuw marktevenwicht wordt bereikt. Kortom een exogene schok heeft zeker gevolgen voor een vastgoedbelegger, maar door de marktwerking zal deze exogene schok kunnen worden geabsorbeerd en nog belangrijker: in bepaalde mate is te voorspellen hoe de markt reageert en een nieuw evenwicht kan worden bereikt. Dit in tegenstelling tot de situatie zoals beschreven bij een vaste vergoeding.

Politiek risico

Het politiek risico heeft geen directe relatie met het vastgoed. Immers de bewoner betaalt zelf de huur. Uitgaande van een situatie dat de vraag en het aanbod gelijk blijven is het politiek risico laag. Ook indien er zich

een exogene schok voordoet, waardoor de vraag wegvalt of het aanbod toeneemt zal de markt reageren zoals beschreven. De politiek heeft hier, uitgaande van een stabiel overheidsbeleid, geen invloed op.

Een politiek risico dat indirect een relatie heeft met het vastgoed is indien de zorg niet meer vergoed wordt of de budgetten dalen. Dit kan invloed hebben op de zorgexploitant doordat deze geen zorgaanbod meer rendabel kan aanbieden. Hierdoor zal het aanbod dalen en de markthuur stijgen. De zorgexploitant zou van deze hogere huur een deel kunnen gebruiken voor het betalen van de huur. Dit is niet een wenselijke situatie, maar geeft wel flexibiliteit aan de zorginstelling wat een risico verlagend effect heeft voor de belegger. Kortom, het politiek risico is laag en kan met de constructie waarin een bewoner een markthuur betaalt gunstig uitpakken voor een belegger.

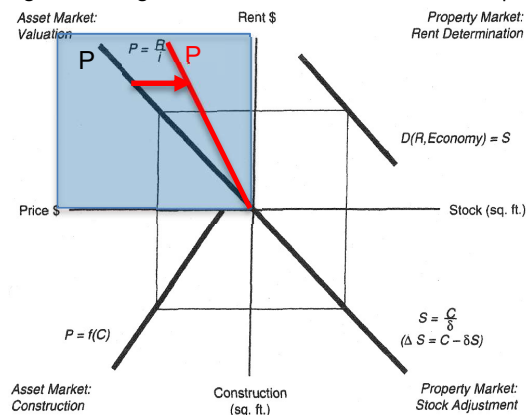
Concluderend kan worden gesteld dat de markt functioneert zoals beschreven in het model van DiPasquale & Wheaton bij een markthuur. Dit maakt de voorspelbaarheid groter en maakt dat er een evenwichtige markt ontstaat waar vraag en aanbod in balans zijn. Het politiek risico is voor een vastgoedbelegger beperkt.

5.2.2 Een exogene schok op de beleggingsmarkt

De exogene schok die wordt geanalyseerd op de beleggingsmarkt is een wijziging in de vraag naar zorgvastgoedbeleggingen. Deze vraag kan gedreven worden door diverse andere factoren zoals een wijziging in de regelgeving voor pensioenfondsen. Indien deze meer kapitaal moeten aanhouden voor vastgoedbeleggingen (MiFID II) daalt het beschikbare vermogen voor vastgoedbeleggingen. Exogene schokken die met name gerelateerd zijn aan de kapitaalmarkt en ook van impact zijn op de beleggingsmarkt zijn onder meer de renteontwikkeling en beschikbaarheid van kredieten. Geanalyseerd wordt wat de impact is, indien een exogene schok zich voordoet waarbij minder kapitaal beschikbaar is.

In figuur 5.7 is de impact weergegeven.

Figuur 5.7 exogene schok: afname beschikbaarheid kapitaal in model DiPasquale & Wheaton (1996)



Bij een daling van het aanbod van kapitaal of een stijging van de rente waardoor het vereist rendement van de belegger omhoog gaat zal de curve verschuiven van P naar P'. De waarde van het vastgoed zal dalen.

Systeem vaste vergoeding vanuit overheid

Bij een systeem waarin sprake is van een vaste vergoeding vanuit de overheid zal het systeem als volgt reageren. Door de lagere waarde van het vastgoed zal er minder nieuw vastgoed worden gerealiseerd. Dit betekent dat, ceteris paribus, het aanbod zal dalen in relatie tot de vraag. De vastgoedmarkt reageert hierop met een hogere huur vanwege het dalende aanbod. In een systeem met een vaste vergoeding is dit niet mogelijk. Het aanbod daalt, maar de huur gaat niet omhoog. Dit is immers een vaste vergoeding vanuit de overheid. De parallel kan

worden getrokken met de analyse zoals omschreven in paragraaf 5.2.1. De markt raakt gefrustreerd. Er is een latente behoefte die niet wordt ingevuld en er wordt geen nieuw evenwicht gevonden. Dit heeft tot gevolg dat de waarde van het vastgoed zal dalen en de huur niet omhoog gaat. Dit is een risico voor een vastgoedbelegger. Men zou verwachten dat bij schaarste de huur omhoog gaat waardoor de waarde weer zal stijgen, doordat dit niet gebeurt is het risico dat er geen beleggers zijn die het vastgoed willen kopen voor de waarde. De markt loopt hierdoor vast.

Politiek risico

Het politiek risico is aanwezig in het beleggingsmarktkwadrant. Zoals omschreven kan de overheid beleid opleggen waardoor minder kapitaal beschikbaar is. Het effect zal vergelijkbaar zijn zoals hierboven is beschreven. Het politiek risico waar in dit onderzoek op wordt gefocust is indien de overheid ingrijpt in de zorgmarkt. De relatie tussen de vastgoedmarkt en de beleggingsmarkt is de huur. Indien dit een vaste vergoeding vanuit de overheid betreft dan heeft dit een vergelijkbaar zijn zoals beschreven in artikel 5.1.2 voor het vastgoedsysteem. Indien gekeken wordt naar de beleggingsmarkt bij een dalende vaste vergoeding (politiek risico) dan heeft dat een negatief effect op de waarde van het vastgoed. Het gevolg is dat er minder nieuw wordt gebouwd en het aanbod zal dalen. Door het dalende aanbod loopt de vastgoedmarkt wederom vast. De vraag is gelijk, de huur (vaste vergoeding) is gelijk en het aanbod daalt. Ook in deze situatie zal, ook al ligt de oorzaak in een ander kwadrant negatieve gevolgen hebben voor de vastgoedmarkt.

Concluderend kan worden gesteld dat exogene schok op de beleggingsmarkt een hoog risico met zich meebrengt voor een vastgoedbelegger bij een systeem met een vaste vergoeding. De waarde van het vastgoed daalt, maar dit wordt niet gecompenseerd door een hogere huur. Ook indien er een politieke interventie komt heeft dit grote gevolgen. De gevolgen zullen dan met name voelbaar zijn in de vastgoedmarkt waarbij het aanbod niet in balans is (en komt) met de vraag.

Systeem markthuur

Indien er een exogene schok zich voordoet in de beleggingsmarkt, de waarde van het vastgoed daalt, de nieuwbouwproductie daalt en het aanbod daalt zal vanwege de toegenomen schaarste de markthuur omhoog gaan. Dit zorgt voor een stijgende waarde van het vastgoed op de beleggingsmarkt, waardoor de markt uiteindelijk in evenwicht komt.

Dit systeem is eenvoudig te duiden en komt overeen met hoe het vastgoedsysteem zou moeten werken. Het risico voor een vastgoedbelegger is in te calculeren en komt overeen met andere vastgoedbeleggingsmarkten.

Politiek risico

Het politiek risico is bij een systeem waar een markthuur wordt gerekend met name gerelateerd aan de vergoeding van de zorg. Immers de overheid is niet verantwoordelijk voor de huur en heeft hier ook geen direct invloed op. Uiteraard is het mogelijk dat door politieke interventies er gevolgen kunnen ontstaan voor de markthuur. Bewoners betalen een eigen bijdrage indien zij zorg ontvangen. Indien deze eigen bijdrage fors toeneemt kan dit betekenen dat de bewoner minder huur kan betalen. Het vastgoedsysteem zal dan echter wederom in evenwicht komen. Kortom het risico voor een vastgoedbelegger gerelateerd aan een politieke interventie is altijd aanwezig, maar niet substantieel hoger vanwege het huursysteem.

Concluderend kan worden gesteld dat een exogene schok in de beleggingsmarkt bij een markthuursysteem wel degelijk impact heeft en een risico met zich meebrengt. Dit wordt echter niet versterkt door het systeem. De markt functioneert zoals verwacht en een politieke interventie heeft een beperkt direct effect op de beleggingsmarkt.

5.2.3 Conclusie risicoanalyse model DiPasquale & Wheaton

De werking van het vastgoedsysteem is geanalyseerd door het model van DiPasquale & Wheaton te hanteren. Dit met als doel te analyseren of het verschil in risico tussen de huursystemen, zoals uit de analyse van de risico's in paragraaf 5.1, naar voren is gekomen. Hieruit kwam naar voren dat het risico bij het huursysteem met een vaste vergoeding hoger leek te liggen. Dit gold voor het vastgoedmarktrisico, het beleggingsmarktrisico, het kapitaalmarktrisico en het politiek risico.

Door het analyseren van het vastgoedsysteem is de uitkomst van paragraaf 5.1 bevestigd en beargumenteerd. De risico's die een huursysteem met een vaste vergoeding met zich meebrengen, zorgen voor een niet functionerende markt die een hoge mate van onzekerheid creëert voor een belegger. Daarnaast is het reëel te verwachten dat het vastgoedsysteem een reactie laat zien op exogene schokken die het negatieve effect van de exogene schok versterkt (dalende vergoeding zorgt voor daling in aanbod bij stijgende vraag). Dit geeft naast de inzichten uit de theoretische beschouwing en de argumenten uit de interviews een nadere onderbouwing over het verwachte risico voor een vastgoedbelegger in zorgvastgoed.

5.3 Member check analyse

De uitkomsten van de theoretische beschouwing in hoofdstuk 2 en 3 en de analyses in paragraaf 5.1 en 5.2 geven inzicht in de inschatting van het verschil in risico tussen de twee huursystemen. Er lijken verschillen in te zitten en zoals in paragraaf 5.1.9 is geconcludeerd, is er een rode lijn in de uitspraken van de geïnterviewden. Om de resultaten van dit onderzoek te versterken gezien het feit dat het aantal zorgprofessionals beperkt is, zijn de resultaten per risico teruggeleegd bij de geïnterviewden waarbij hen is gevraagd of zij de conclusie onderschrijven of niet. Daarnaast biedt dit hen de mogelijkheid de uitkomsten te nuanceren of hun mening te herzien. Zodoende is een member check uitgevoerd. In deze paragraaf worden de uitkomsten van de analyse per risico samengevat, waarna de hoofdlijn van de member check per risico kort wordt besproken. Dit met als doel het verhogen van het inzicht in het verschil in risico voor een vastgoedbelegger tussen de twee huursystemen.

5.3.1 Uitkomsten member check per risico

Vastgoedmarktrisico

Bij het vastgoedmarktrisico wordt benadrukt dat de flexibiliteit van groot belang is indien de vraag wegvalt. Deze is groter bij een systeem met een markthuur. De huur kan betaald blijven. Door alle geïnterviewden wordt beaamd dat de business case van de zorginstelling een belangrijke parameter blijft bij het bepalen van het risico. Afhankelijk van de visie van de geïnterviewde wordt het risico hierdoor gelijk gesteld tussen de huursystemen, maar de meesten vinden de flexibiliteit van het markthuursysteem risicoverlagend. In de member check werd aangevuld dat ook zorginstellingen die afhankelijk van de overheid zijn qua vergoeding de tijd krijgen te reageren. Een forse daling in de vraag zal geleidelijk gaan ook al wordt er een medicijn tegen dementie uitgevonden.

Geen van de geïnterviewden heeft zijn of haar mening bijgesteld over de inschatting van dit risico. Een aanvulling op de analyse die werd gegeven is dat de kans dat dit risico zich voordoet laag is op de korte en middellange termijn. Vanwege de vergrijzing zal de vraag fors toenemen, het aanbod groeit niet met gelijke tred en bijvoorbeeld een medicijn tegen dementie lijkt ook niet op korte termijn voorhanden. Kortom, ook al is het vastgoedmarktrisico hoger bij een huursysteem waar een vaste vergoeding vanuit de overheid wordt ontvangen, de kans van een impact door dit risico is minimaal voor een vastgoedbelegger en zal de keuze van de belegger niet bepalen.

Politiek risico

Het politiek risico wordt door alle geïnterviewden hoger ingeschat bij een systeem waarbij de instelling afhankelijk is van de overheid (vaste vergoeding). De argumenten hiervoor zijn veelvuldig aan bod gekomen in de analyse. In de member check werd bevestigd wat aan de orde is gekomen en benadrukt dat voor een belegger dit risico überhaupt het meest belangrijke risico is, waarbij de kans dat er zich een event voordoet hoog is en de impact tevens groot zal zijn. De inschatting is dat de dubbele afhankelijkheid van de overheid dit risico verhoogt bij een systeem met een vaste vergoeding. Dit neemt niet weg dat ook bij een markthuur de overheid een grote rol speelt vanwege de bekostiging van de zorg waar de huurder van afhankelijk is voor zijn business case.

Partnerrisico

Het partnerrisico kwam in de theoretische beschouwing naar voren als een risico dat in beperkte mate gekoppeld is aan de kenmerken van het huursysteem. Dit kwam ook in de interviews naar voren. Slechts een geïnterviewde concludeerde dat er een verschil in risico is. Het verschil tussen de traditionele zorgaanbieder die doorgaans vanuit de overheid de vaste vergoeding krijgt en de nieuwe toetreders die doorgaans met een markthuur werken, werd wel benoemd in de interviews. Echter, zoals is aangegeven is het uitgangspunt dat de huurders een vergelijkbaar profiel hebben en alleen het huursysteem verschilt. Dit is ook benadrukt in de member check. Daarin werd het beeld bevestigd dat gevoelsmatig hier wel een belangrijk aandachtspunt is in de praktijk. Recent hebben zich hier ook enkele voorbeelden van voorgedaan waarbij de Inspectie van de Gezondheidszorg en Jeugdzorg (IGJ) zorgaanbieders die verhuren op basis van een markthuur regels opleggen die niet gekoppeld zijn aan de wijze waarop de zorg wordt geleverd. Dit kwam in diverse gesprekken naar voren, maar telkens werd ook bevestigd dat dit afhankelijk is van de zorgaanbieder en dit verschil in theorie gelijk is bij dit onderzoek. Geen van de geïnterviewden heeft zijn of haar mening bijgesteld over de inschatting van dit risico.

Een belangrijk punt uit de gesprekken dat benadrukt dient te worden, is dat dit risico wel een van de meest essentiële risico's is voor een belegger, maar dat het verschil in partnerrisico niet gekoppeld is aan het betreffende huursysteem. In dit onderzoek is de impact laag, maar in de praktijk is dit risico naast het politiek risico het meest belangrijk: wat is de business case van de partner/huurder.

Kapitaalmarktrisico

In de basis kwamen de argumenten overeen wat betreft het kapitaalmarktrisico. De business case van de huurder is van groot belang voor dit risico, naast de kwaliteit van het vastgoed en het huurcontract. Aangezien deze aspecten gelijk zijn in dit onderzoek is door een aantal geïnterviewden geconcludeerd dat het risico gelijk is. Dit werd bekrachtigd in de member check. De link naar het politiek risico was voor enkele geïnterviewden de reden om toch een verschil in kapitaalmarktrisico te veronderstellen. De verpanding van de huurinkomsten van de zorginstelling en het feit dat een markthuur eenvoudiger is, waren andere argumenten. In de member check werd benadrukt dat met name de complexiteit het kapitaalmarktrisico mede bepaald.

Een geïnterviewde gaf aan dat het kapitaalmarktrisico, in tegenstelling tot wat in het interview werd geconcludeerde door de geïnterviewde, hoger was bij een vaste vergoeding en niet gelijk aangezien de zorgorganisatie geen middelen en systeem heeft ingericht indien moet worden geswitcht naar een markthuur. Dit werkt ook voor een bank risicoverhogend. Dit bevestigt de uitkomst uit de eerdere analyse over het verschil in risico gerelateerd aan de kapitaalmarkt. Desalniettemin werd ook teruggeven in de member check dat het verschil in kapitaalmarktrisico beperkt is indien alleen naar het huursysteem wordt gekeken. De eerder genoemde aspecten spelen daarbij een veel grotere rol.

Beleggingsmarktrisico

Het beleggingsmarktrisico is sterk gekoppeld aan de courantheid van de belegging. De vaste vergoeding maakt de courantheid van de belegging minder. Echter, zijn andere factoren die ook benoemd zijn bij het

kapitaalmarktrisico van veel groter belang bij het bepalen van dit risico dan de wijze waarop de huur wordt vergoed. In de huidige markt zijn veel partijen op zoek naar zorgvastgoed. Het aantal partijen dat bereid is te investeren in een complex met een vaste vergoeding is lager. Ook de waarde is mogelijk lager doordat de alternatieve aanwendbaarheid bij een complex waar sprake is van een markthuurler dicht bij een woningcomplex ligt. Dit is, gezien het feit dat het vastgoed vergelijkbaar is in dit onderzoek, beperkt. In de member check werd benadrukt dat momenteel scherpere aanvangsrendementen en dus hogere prijzen werden betaald voor vastgoed met een vaste vergoeding door de overheid. Dit kwam vanwege het type vastgoed, de hoogte van de huur (relatief laag), de locatie en de kwaliteit van de huurder. Het risico dat een belegger zijn zorgvastgoedbelegging niet of minder goed kan verkopen is zodoende beperkt indien sec gekeken wordt naar het huursysteem. Geen van de geïnterviewden heeft zijn of haar mening bijgesteld over de inschatting van dit risico.

Het financiële risico

De indirecte relatie met de bewoner maakt dat, ook al is het systeem met de markthuurler op het eerste gezicht licht risicovoller, het verschil beperkt is. Een aantal argumenten kwam terug in de member check. Er werd benadrukt dat het risico dat ontstaat indien de vaste vergoeding wordt verlaagd de meeste impact heeft op de vastgoedbelegger die een langjarig huurcontract heeft met de zorginstelling. Daarnaast kan vermenging van activiteiten een risico vormen. Het business model voor de zorg en het vastgoed moeten gescheiden worden en de risico's moeten bij beide beperkt zijn. Het verschil in financiële risico werd in het kader van de twee huursystemen van beperkte invloed gezien. Met name door de geïnterviewden die met name keken naar de bron van de huur (overheid of bewoner). Geen van de geïnterviewden heeft zijn of haar mening bijgesteld over de inschatting van dit risico.

Het juridisch risico

De contractuele vastlegging is essentieel voor het mitigeren van de eventuele risico. Desalniettemin is dit geen garantie dat het contract standhoudt. In de member check kwam terug dat indien de vaste vergoeding vanuit de overheid wordt verlaagd het onzeker is of een zorginstelling dit risico (deels) door kan leggen naar de vastgoedbelegger ook al is er in het contract afgesproken dat dit niet mogelijk is. Bij een eerdere systeemwijziging zijn er rechtszaken geweest op basis waarvan de geïnterviewden aangaven dat het onzeker is welke contractuele zekerheid de belegger heeft. Geen van de geïnterviewden heeft zijn of haar mening bijgesteld over de inschatting van dit risico.

5.3.2 Conclusie member check

Uit de member check zijn de inzichten zoals verkregen in de interviews bevestigd. De geïnterviewden hebben daarin ook de bevestiging van de uitgangspunten van de andere interviews gegeven waarbij de rode draad uit de conclusie zoals weergegeven in paragraaf 5.1 is bevestigd. Het verschil in inschatting heeft met name te maken met de tijdshorizon die in gedachten wordt genomen en de indirecte of directe rol van de belegger met de bewoner cq overheid.

Een belangrijke nuancering die in de member check naar voren is gekomen, is dat het verschil in risico voor een belegger mede wordt bepaald door het huursysteem, maar dat bepaalde risico's an sich een grotere rol spelen. Dit werd onder meer aangehaald bij het partnerrisico. Het partnerrisico bij de verschillende huursystemen is, ceteris paribus, beperkt van invloed en het verschil in risico is beperkt. Het effect van het partnerrisico, dat met name tot uitdrukking komt in de business case van een zorgorganisatie, is hoog.

De wijze van onderzoeken en interviewen, met gebruikmaking van de case, was belangrijk voor een objectieve uitkomst van de analyse en verhoogt de validiteit van de uitkomsten. Dit is in de member check door de geïnterviewden benadrukt.

5.4 Conclusie

Op basis van de interviews, de analyse met het model van DiPasquale & Wheaton en de member check komt een beeld naar voren dat er een duidelijk verschil in risico zit tussen een huursysteem met een vaste vergoeding vanuit de overheid en een markthuur. De verschillen per risico zijn aanwezig. Het politiek risico komt in alle analyses naar voren als het belangrijkste risico. Deze heeft ook invloed op de mate van risico voor de andere risico's. De uitkomst uit de theoretische beschouwing zijn getoetst in de interviews. Deze uitkomsten komen in hoofdlijnen overeen met de interviews.

Het model van DiPasquale & Wheaton geeft een verhelderend inzicht in de werking van het vastgoedsysteem. Daarbij wordt door het analyseren van een exogene schok in de diverse kwadranten het verschil in risico tussen de huursystemen benadrukt. Het vastgoedsysteem functioneert niet bij de huidige vaste vergoeding. Op basis van de analyse kan zelfs gesteld worden dat de risico's voor een vastgoedbelegger dermate hoog zijn in verband met een niet functionerende markt dat het de vraag is of het mogelijk is het risico te bepalen. De onzekerheid hoe de overheid acteert heeft grote gevolgen in een markt waar de vraag toeneemt en de betaalbaarheid afneemt.

Door de member checks is nuance aangebracht en een brede bevestiging van de verkregen inzichten uit de analyse. Het belangrijkste aspect dat hieruit naar voren kwam is dat de diverse geïnterviewden de kans dat een risico zich voordoet hebben benadrukt en de impact van het huursysteem voor een belegger hebben benadrukt of ontkracht. Bij veel risico's hebben de business case van de huurder, het vastgoed en het huurcontract een grotere impact op het risico voor een belegger dan het huursysteem. Bij het politiek risico geldt dit niet.

Hoofdstuk 6 Conclusie, reflectie en aanbevelingen

6.1 Conclusie

De zorgvastgoedbeleggingsmarkt in Nederland is in een aantal jaren uitgegroeid tot een omvangrijke beleggingscategorie naast kantoren, winkels of woningen. Met name in de ouderenzorg wordt belegd door de vergrijzing en het feit dat dit type vastgoed voor woningbeleggers aansluit bij hun specialisme. Desalniettemin is pas sinds enkele jaren een markt ontstaan voor zorgvastgoed. Traditioneel was dit het domein van de woningcorporatie.

Eén van de drijvers van het ontstaan van een markt is dat de overheid de huisvesting van zorginstelling niet meer volledig vergoedt, maar dat zij een vaste vergoeding krijgen per bewoner. Het leegstandsrisico is voor de zorginstelling. Door de opkomst van andere financieringswijzen van de zorg werd het tevens mogelijk voor zorgondernemers zorg te gaan leveren welke wordt vergoed vanuit de overheid (PGB en VPT) en de bewoner zelf de huisvesting betaalt.

Er is een zorgvastgoedbeleggingsmarkt ontstaan waarbij beleggers zich enerzijds richten op zorginstellingen die de huisvestingsvergoeding vanuit de overheid ontvangen en anderen die de voorkeur geven aan een zorginstelling die afhankelijk is van de markthuur die een bewoner betaalt. Dit gegeven heeft de basis gelegd voor dit onderzoek: inzicht verschaffen in het verschil in de relevante risico's voor een vastgoedbelegger indien deze belegt in verpleeghuizen waarbij enerzijds de huur wordt betaald door middel van een vaste vergoeding vanuit de overheid en anderzijds door middel van een markthuur die de bewoner aan de zorginstelling betaalt.

Om inzicht te krijgen in dit onderwerp zijn zeven deelvragen opgesteld. Deze deelvragen worden beantwoord waarna wordt ingegaan op de hoofdvraag.

1. Op welke wijze komt de huur van vastgoed tot stand bij een systeem met een vaste vergoeding?

De vaste vergoeding komt tot stand door een normatief bedrag dat berekend wordt op basis van door de overheid vastgestelde criteria. De overheid heeft dit normatieve bedrag voor huisvesting gekoppeld aan de omzet van de zorginstelling. De huur welke wordt betaald aan de vastgoedbelegger wordt bepaald op basis van deze vergoeding.

2. Op welke wijze komt de huur van vastgoed tot stand bij een systeem met een markthuur?

Diverse markten zijn geanalyseerd, omdat de markthuur in de zorg nog beperkt voorkomt en hier geen wetenschappelijk onderzoek naar is gedaan. Gebleken is dat de belangrijkste parameters bij het bepalen van een markthuur de locatie, de kwaliteit van het vastgoed en de verhouding tussen de vraag en het aanbod zijn. Opmerkelijk is dat deze aspecten geen rol spelen bij de bepaling van de normatieve vergoeding bij een vaste vergoeding vanuit de overheid.

3. Hoe wordt het risico voor een vastgoedbelegger bepaald?

Het risico voor een vastgoedbelegger wordt doorgaans kwantitatief bepaald door middel van het meten van de standaarddeviatie van het rendement ten opzichte van het gemiddelde rendement. Hiervoor dient een uitgebreide en betrouwbare dataset met goed vergelijkbare assets beschikbaar te zijn. Dit is voor beleggingen in verpleeghuizen in Nederland met de onderzochte huursystemen niet beschikbaar. Zodoende wordt een kwalitatieve analyse uitgevoerd voor het bepalen van de risico's voor een vastgoedbelegger. Op basis van theoretisch onderzoek is een longlist met relevante risico's voor een vastgoedbelegger opgesteld.

4. *Welke risico's hebben een relatie met een huursysteem van Nederlands zorgvastgoed?*

Op basis van de longlist met de risico's voor een vastgoedbelegger is gekeken naar de relatie met de huursystemen ten behoeve van dit onderzoek. Zo is een valutarisico niet relevant in dit onderzoek, aangezien in dit onderzoek Nederlands zorgvastgoed wordt geanalyseerd. Op basis van de longlist resteren zeven relevante risico's die van invloed lijken op het risiconiveau voor een zorgvastgoedbelegger en een relatie hebben met de huur.

5. *Welke relatie kan gelegd worden tussen de kenmerken van het huursysteem en de risico's van een zorgvastgoedbelegger?*

De zeven risico's en de kenmerken van een huursysteem met een vaste vergoeding vanuit de overheid en een markthuursysteem zijn in een matrix geplaatst waarbij is gekeken of er een verwachting kan worden opgesteld voor de risico's gerelateerd aan de twee huursystemen. Hieruit is naar voren gekomen dat het politiek risico hoog is bij beide systemen en van wezenlijke invloed lijkt op het risico van een zorgvastgoedbelegging. Vanwege de dubbele afhankelijk bij een systeem met een vaste vergoeding vanuit de overheid op het gebied van de vergoeding van huisvesting én zorg, lijkt het risico hier hoger te liggen. Het vastgoedmarktrisico, beleggingsmarktrisico en kapitaalmarktrisico lijken hoger bij een systeem met een vaste vergoeding vanuit de overheid, omdat hier de relatie met de vraag en aanbod, de kwaliteit en de locatie niet is. Hier kan niet op gestuurd worden en brengt onzekerheid, en dus risico met zich mee. Het partnerrisico, financieel risico en het juridisch risico lijken een beperktere relatie met de huursystemen te hebben op basis van de theoretische beschouwing.

6. *Is er een verschil bij de gedefinieerde risico's voor de zorgvastgoedbelegger gerelateerd aan het huursysteem?*

Door middel van interviews met zorgvastgoedprofessionals is door middel van semigestructureerde interviews een case voorgelegd waarbij de geïnterviewden is gevraagd naar het verschil per risico wat betreft de huursystemen voor een zorgvastgoedbelegger. Hieruit is naar voren gekomen dat er door de geïnterviewden een verschil in risico wordt gepercipieerd tussen de huursystemen. Het politiek risico wordt in de gesprekken als meest impactvolle risico opgeworpen ook bij het bepalen van de mate van de andere risico's. In totaal is slechts een keer aangegeven dat het markthuursysteem een hoger risico heeft en dat is bij het financieel risico. Hierbij is de argumentatie dat de overheid de vergoeding voor de huur die de zorginstelling moet betalen betaalt, waardoor het risico bij een vergoeding vanuit de overheid beperkt lager is. Echter, bij vrijwel alle andere risico's wordt het systeem met de vaste vergoeding vanuit de overheid als risicovoller ingeschat. Met name bij het vastgoedmarktrisico, beleggersmarktrisico, kapitaalmarktrisico en ook bij het juridisch risico is het systeem met de vaste vergoeding risicovoller ingeschat. De flexibiliteit die de markthuur biedt, maakt dat dit systeem als minder risicovol, couranter en beter financierbaar worden ingeschat. Ook de juridische vastlegging biedt meer mogelijkheden voor een vastgoedbelegger en minder risico. Een aanvulling in de interviews op sec de verschillen in risico tussen de huursystemen is de nadruk die wordt gelegd op de kans dat een risico zich voordoet en de impact indien het risico zich voordoet. Met name het vastgoedmarktrisico werd beperkt ingeschat vanwege de toename in de vraag. Ook het beleggingsrisico en kapitaalmarktrisico werden laag ingeschat vanwege de hoge vraag naar zorgvastgoed. Hierbij werd opgemerkt dat andere aspecten dan het huursysteem van groter belang zijn: de business case van de huurder, het vastgoed, de locatie en het huurcontract. Het huursysteem is doorgaans ook hieraan gerelateerd, maar het systeem aan zich heeft een beperktere invloed.

Concluderend kan worden gesteld dat er een verschil in risico is dat zijn basis heeft in het politiek risico.

7. *Hoe functioneert het vastgoedsysteem in relatie tot de huursystemen en welke implicatie heeft dit voor het risico van de zorgvastgoedbelegger?*

Diverse exogene schokken gerelateerd aan de risico zijn geanalyseerd door middel van het model van DiPasquale & Wheaton. Hierbij zijn de vastgoedmarktkwadrant en beleggingsmarktkwadrant als startpunt genomen voor de analyse van de exogene schokken. Uit de analyse blijkt dat indien wordt gewerkt met een vaste vergoeding vanuit de overheid het vastgoedsysteem vastloopt bij diverse exogene schokken. Dit geldt voor de vastgoedmarkt en

de beleggingsmarkt. De voorspelbaarheid hoe de markt reageert en de acties die een belegger kan ondernemen maken dat het risico lager is dan in een systeem waarin dit niet het geval is. Bij diverse exogene schokken raakt de vastgoedmarkt en ook in mindere mate de beleggingsmarkt gefrustreerd doordat het systeem zich niet kan aanpassen. De oorzaak ligt op de as van de huur welke een directe relatie heeft met de vastgoedmarkt en de beleggingsmarkt. Door de vaste huur kan er geen evenwicht worden bereikt bij een toename of afname van het aanbod.

Dit maakt dat voor vastgoedbeleggers de voorspelbaarheid van het vastgoedsysteem bij een vaste vergoeding vanuit de overheid laag is. Dit verhoogt de onzekerheid en impliceert risico. De afhankelijkheid van de overheid, hoe deze zal reageren introduceert per definitie risico. Bij de analyse blijkt dat het niet onrealistisch is dat de overheid bij een toename van de vraag en een gelijkblijvend aanbod de vergoeding voor huisvesting (huur) zal laten dalen. Kortom een tegenovergestelde reactie van de markt zou reageren. Dit frustreert het systeem. Concluderend komt uit de analyse sterk naar voren dat het systeem met een vaste vergoeding substantieel risicovoller is dan een markthuurbedrag, vanwege de argumenten die ook in de interviews zijn genoemd.

Een exogene schok waarbij door middel van een politieke interventie de huur wordt verlaagd (lees: het budget daalt), hetgeen geen onrealistisch scenario is zoals is gebleken uit de interviews, heeft een direct negatief gevolg voor het vastgoedsysteem. Dit is te verklaren doordat een bijstelling van de huur een gevolg zou moeten zijn van een exogene schok en niet een exogene schok zelf zou moeten zijn. Dit is echter wel een realistisch scenario in de verpleeghuizenzorgmarkt. Het gevolg is dat het aanbod daalt op de vastgoedmarkt (minder zorginstellingen kunnen rendabel zorgvastgoed aanbieden en gaan failliet) en de waarde van het vastgoed daalt op de beleggingsmarkt wat een negatief versterkend effect heeft op de vastgoedmarkt. Door dalende vastgoedwaarden zal er minder nieuwbouwproductie op gang komen en het aanbod verder dalen. Paradoxaal om in dit kader op te merken is dat indien de vraag toeneemt zoals nu het geval is bij de vergrijzing, de overheid de budgetten zal verlagen, aangezien er anders de kosten van de zorg te hard oplopen, waardoor het aanbod zal dalen. Samengevat: een toenemende vraag zorgt voor een daling van het aanbod. Dit lijkt onhoudbaar.

Door het behandelen van de deelvragen kan een conclusie worden getrokken, waarbij antwoord wordt gegeven op de hoofdvraag van dit onderzoek:

“Welk systeem betreffende de huisvestingsvergoeding van verpleeghuizen heeft voor een vastgoedbelegger het laagste risicoprofiel: vaste vergoeding vanuit de overheid of een markthuurbedrag?”

Het antwoord op deze vraag is dat een systeem met een markthuurbedrag, welke wordt betaald door de bewoner, het laagste risicoprofiel lijkt te hebben voor een vastgoedbelegger. Het systeem met een vaste vergoeding vanuit de overheid heeft in de basis een hoger risicoprofiel vanwege het politiek risico, maar zorgt ook voor een niet functionerend vastgoedsysteem en creëert onzekerheid voor een belegger.

Uit de beschrijving van de kenmerken van de wijze waarop een markthuurbedrag tot stand komt in diverse vastgoedmarkten kan worden geconcludeerd dat indien er sprake is van een relatie tussen de vraag en het aanbod en hier ook een prijs aan gekoppeld kan worden, men zou kunnen beargumenteren dat de overheid de markt zijn werk moet laten doen. Een argument hiertegen is dat verpleeghuisvesting een collectief goed is dat voor iedereen beschikbaar moet zijn. Echter, dan moet door de overheid worden ingegrepen indien door de markt geen aanbod wordt gecreëerd voor dat deel van de markt dat niet functioneert zonder deze ingreep (parallel sociale woninghuisvesting). In het huidige systeem lijkt het dat de vergoeding van de overheid verstorend werkt en een risicoverhogend effect heeft op het beleggen in zorgvastgoed en dan specifiek in verpleeghuisvesting. Alhoewel de risico's een verschillend karakter hebben, geldt bij alle risico's dat het politiek risico meespeelt.

Tenslotte kan worden geconcludeerd dat de kenmerken van het huursysteem met een vaste vergoeding de basis vormen voor het risico. Het feit dat de hoogte van de huur niet gekoppeld is aan de locatie en de kwaliteit en bij een stijgende vraag het aanbod waarschijnlijk verder wordt beperkt vanwege het wettelijk kader zijn kenmerken die het risico verklaren. Indien de overheid vast wil houden aan de huisvestingsvergoeding in de verpleeghuiszorg zou kunnen worden overwogen het normatieve karakter los te laten en de relatie te leggen met de (lokale) vraag en het aanbod, de kwaliteit van het vastgoed en de locatie. Hierbij geldt automatisch dat de vergoeding variabel wordt. Dit zal het risico voor een vastgoedbelegger verlagen, ook als de overheid een rol blijft houden in de vergoeding van de huisvesting en zal de kwaliteit een positieve impuls krijgen indien het systeem, rekening houdend met de werking van het vastgoedsysteem, wordt uitgewerkt.

6.2 Reflectie

Onderzoek naar risico's voor een vastgoedbelegger bij een bepaalde asset categorie zijn doorgaans kwantitatief ingestoken. Hierbij is naast het risico de verhouding tussen het risico en rendement een belangrijke onderzoeksparameter. Dit onderzoek is kwalitatief ingestoken vanwege het ontbreken van de data doordat deze asset categorie in Nederland met de onderzochte huursystemen sinds een relatief korte periode van toepassing zijn. Dit neemt niet weg dat op dit nieuwe vastgoedterrein goed onderzoek uit te voeren is door de parallel te trekken met traditionele vastgoedmarkten en de literatuur op dit onderwerp.

Een aspect dat van belang is om te noemen in het kader van dit onderzoek is dat het aantal interviews beperkt is. Dit heeft te maken met het beperkte aantal zorgvastgoedprofessionals die een objectieve analyse kunnen maken van de risico's. De zeggingskracht van de interviews is hoog vanwege het hoge kennisniveau van de professionals die zijn geïnterviewd. Daarnaast zijn keuzes gemaakt voor de insteek van de interviews om de validiteit te verhogen. Hierdoor is gekozen voor een semigestructureerd interview met een case. Daarnaast is gekozen de vragen te baseren op het theoretisch onderzoek en op basis van het theoretisch onderzoek verwachtingen op te stellen. Deze verwachtingen zijn getoetst. Na het houden van de interviews is geconcludeerd dat er sprake was van verzadigingssaturatie qua argumentatie en bij de inschatting van de risico's. De overeenkomsten van de uitkomsten uit de interviews waren hoog, deze bevestigden de verwachtingen uit de theorie en werden daarnaast bekrachtigd door de analyse met het model van DiPasquale & Wheaton. De uitkomsten zijn middels een member check teruggelegd bij de geïnterviewden om de validiteit verder te verhogen. Kortom de wijze van onderzoeken was een goede methodiek rekening houdend met de genoemde beperkingen in de markt. Dit neemt niet weg dat in een ideale wereld een kwantitatief onderzoek gedaan zou zijn om het verschil te kwantificeren en hard te kunnen onderbouwen. Daarnaast zou het interessant zijn om bijvoorbeeld een enquête uit te zetten onder een groot aantal zorgvastgoedprofessionals.

Een belangrijke voorwaarde om dit onderzoek uit te kunnen voeren was dat er een case werd gehanteerd welke de geïnterviewden in gedachten moesten houden bij het beantwoorden van de vragen over de verschillen in risico's. Dit was voor veel partijen een complicerende factor bij het beantwoorden van de vragen. Echter, kwam hierdoor ook het belang van het werken met de case naar voren. De geïnterviewden zijn constant actief in het zorgwerkveld en zijn hierdoor in bepaalde mate gekleurd wat betreft hun ervaring en opvattingen over zorginstellingen die volgens een bepaald systeem hun vergoeding ontvangen. Dit kwam ook in de interviews naar voren bij de beantwoording, waarna werd teruggesproken op de case dat alle uitgangspunten gelijk zijn behalve het huisvestingsvergoedingssysteem.

Uit de gesprekken kwam vaak naar voren dat geïnterviewden een beeld hadden dat de zorginstellingen die afhankelijk zijn van de vaste vergoeding vanuit de overheid meer verouderde en grootschalige verpleeghuizen hebben, de organisatie niet bedrijfseconomisch optimaal aansturen, maar wel voldoen aan de regelgeving. De instellingen die afhankelijk zijn van een markthuurlen zijn doorgaans nieuwe zorgaanbieders die soms wat te ondernemend zijn voor de zorg, teveel focus op vastgoed en vaak zich richten op het hoge segment.

Ondanks dat met de case gewerkt is, is het goed denkbaar dat de argumentatie bij het beantwoorden van de vragen in de interviews over de twee verschillende typen huisvestingsvergoedingen gekleurd zijn door de traditionele opvatting van de geïnterviewden.

Een laatste beperking die dit onderzoek met zich meebracht, is de indirecte relatie tussen het huursysteem en de belegger. Dit maakt dat de mate waarin een belegger daadwerkelijk wordt geraakt door het systeem soms gedempt wordt doordat de zorginstelling ertussen zit. Dit kwam ook terug in de interviews. Bij bepaalde risico's, met name het debiteurenrisico, werd het antwoord voor een groot deel bepaald door hoe de geïnterviewde aankeek tegen de gevolgen voor de zorginstelling en hoe zich dat zou doorvertalen naar een belegger. Dit neemt niet weg dat alle geïnterviewden ervan overtuigd zijn dat het huursysteem van grote invloed is op het risico voor een belegger. Dit heeft te maken met het specifieke karakter van de verpleeghuiszorg en de verwevenheid van de functie met het vastgoed. De gebruiker, oftewel de zorginstelling, bepaald voor een groot deel de waarde van het vastgoed. Naast de business case van de zorginstelling is het huursysteem hierbij een belangrijke factor.

Een relevant aspect in het kader van dit onderwerp is het verschil tussen een commerciële belegger en een woningcorporatie. Deze vervullen in de praktijk een vergelijkbare rol. Ze verschaffen het vermogen om een verpleeghuis te realiseren en exploiteren en zijn hierbij in meer of mindere mate verantwoordelijk voor het onderhoud. Voor woningcorporaties is de wet- en regelgeving de laatste jaren dermate aangepast wat betreft reguliere (sociale) huisvesting dat dit gevolgen heeft voor zorgvastgoed. Met name indien scheiden wonen en zorg wordt doorgevoerd door de zorginstelling die een zorgcomplex huurt, kan dit gevolgen hebben voor de woningcorporatie, de zorginstelling en de bewoner. Dit onderzoek is uitgevoerd voor een commerciële belegger waarbij specifieke regelgeving op het gebied van de sociale huisvesting niet is meegenomen.

6.3 Aanbevelingen

Zoals in de reflectie besproken, is een beperking van dit onderzoek dat er geen langjarige reeksen zijn van vergelijkbare zorgvastgoedbeleggingen welke afhankelijk zijn van een markthuur of van een vaste vergoeding vanuit de overheid. Indien de overheid geen grote wijzigingen doorvoert de komende jaren is het relevant voor de kennisontwikkeling op dit onderzoeksterrein om dit onderzoek kwantitatief uit te voeren. Dit wordt beter mogelijk doordat de markt groeit en er meer in zorgvastgoed belegt zal worden. Een andere beperking van dit onderzoek wordt daarmee ondervangen, namelijk de relatie van het risico met het rendement. De uitkomst van dit onderzoek is dat verpleeghuizen waar een vaste vergoeding voor de huisvesting vanuit de overheid wordt betaald ogenschijnlijk risicovollere beleggingen zijn. Daarbij is niet geconcludeerd dat dit per definitie minder aantrekkelijke beleggingen zijn, aangezien de belegger voor dit risico wellicht ruimschoots wordt gecompenseerd. Dit kan zelfs mogelijkheden bieden voor actief asset management. Indien een belegger een verpleeghuis koopt als belegging voor een marktconforme prijs rekening houdend met het risicovollere huursysteem en vervolgens de zorginstelling ondersteund bij het omzetten van de vaste vergoeding naar een markthuur. Op deze manier kan waarde worden toegevoegd. Een vraag om nader te onderzoeken indien betrouwbare langjarige data beschikbaar komt is: is het risico hoger bij een huursysteem met een vaste vergoeding en indien dit het geval is, in welke mate wordt een vastgoedbelegger hiervoor gecompenseerd?

Het risico voor een woningcorporatie kan anders liggen indien ditzelfde onderzoek wordt uitgevoerd vanuit de optiek van de corporatie. Dit geldt met name voor het politiek risico, vanwege de ontwikkelingen in de wet- en regelgeving welke van toepassing zijn op de woningcorporaties. Het belang van een onderzoek naar de impact voor een woningcorporatie en zorginstelling indien er volledig scheiden en zorg wordt doorgevoerd is groot gezien het feit dat de woningcorporaties een groot deel van de verpleeghuizen in eigendom hebben en hier vaak langjarige huurcontracten voor hebben met de zorginstellingen. Een vraag die rijst is: welk huursysteem heeft

het hoogste risico voor een woningcorporatie rekening houdend met de politiek risico's op het gebied van zorg en op het gebied van sociale huisvesting?

De bevestiging dat het politiek risico hoog is bij het systeem waarin een vaste vergoeding vanuit de overheid wordt ontvangen, geeft aanleiding om hier nader op in te zoomen. Een scenarioanalyse wat er gebeurt, indien de vergoeding daalt of wordt afgeschaft is hierbij interessant. In de interviews is regelmatig genoemd dat indien het vastgoed zich daarvoor leent, de zorginstelling kan overstappen naar markthuur indien dit financieel aantrekkelijker is of als ze worden gedwongen door de overheid. Een relevante vraag is: wanneer stappen zorginstellingen over en zijn zij in staat om dit zelf op te pakken? Beargumenteerd kan worden dat intramurale zorginstellingen dan verdwijnen en er alleen maar thuiszorgaanbieders overblijven die een samenwerking zoeken met vastgoedpartijen cq woningcorporaties. Kortom, hier ligt een groot onderzoeksterrein waar nader op in kan worden gezoomd.

Wat in dit onderzoek beperkt aan de orde is gekomen is het ontbreken van de relatie tussen aspecten die de markthuur bepalen en de vaste vergoeding. De belangrijkste aspecten hierin zijn de locatie en de kwaliteit van het vastgoed. Een verwachting is dat door het ontbreken van deze relatie, teruglopende zorgbudgetten en een toenemende vraag naar verpleeghuiszorg zorginstellingen terughoudend zullen worden te blijven investeren in hun verpleeghuis. Dit terwijl de vraag naar kwaliteit zal toenemen met de vergrijzing van de babyboomgeneratie en zorgbehoevenden in toenemende mate bereid zullen hiervoor te betalen. Dit vraagt om onderzoek naar wat de gevolgen zijn op de middellange termijn van dit systeem voor de kwaliteit van verpleeghuisvesting.

Literatuurlijst

- AAG (2017). Geraadpleegd op 29 december 2017 van <https://www.aag.nl/drieluik-intramurale-huurcontracten-deel-2/>.
- Aedifica (2017). Geraadpleegd op 22 december 2017 van <http://www.aedifica.be/nl/jaarliks-financieel-verslag>
- Alon I., Herbert T.T. (2009). A stranger in a strange land: Micro political risk and the multinational firm. *Business Horizons*, Vol. 52, No. 2, pp. 127-137.
- Baan, J.E. (2015). De bepaling van risico's voor beleggen in zorgvastgoed (Master Thesis).
- Beets, E.J. (2007). Health Care Fund: Een onderzoek naar de haalbaarheid van het oprichten van een Health Care vastgoedfonds. Scriptie MRE (ASRE).
- Berkhout, T.M. et al (2014). Identifying risk perceptions by real estate investors and banks; the experts view 2014, ING Real Estate and Nyenrode Business Universiteit.
- Blok, S.A. (2015). Kamerbrief aanpassingen woningwaarderingssstelsel. Den Haag: Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties.
- Bouwstenen voor Sociaal (2015). Geraadpleegd op 10 januari 2018. <http://www.bouwstenen.nl/1708%20Budgetten%20aanbesteding%20scholen%20te%20laag>.
- Braan, R. (2016). De centrale plaatsentheorie van Walter Christaller: Een verkennend onderzoek naar de centrale plaatsentheorie op de structuur van het Nederlands winkellandschap (Master Thesis).
- Buvelot, S. (2007). Omzethuur en de waarde van winkelcentra (Master Thesis).
- CAK (2017). Geraadpleegd op 21 december 2017 van <https://www.hetcak.nl/regelingen/zorg-vanuit-de-wlz/berekening-van-de-eigen-bijdrage-wlz/lage-of-hoge-eigen-bijdrage>.
- Capital Value (2017). Geraadpleegd op 4 januari 2018 van <https://www.capitalvalue.nl/nieuws/record-aan-investeringen-in-nederlandse-huurwoningen>.
- CBRE (2018). Nederlands Zorgvastgoed Trends H2 2017, februari 2018.
- Christaller, W. (1933). *Die Zentralen Orte in Süddeutschland*. Jena: Fischer
- College van Beroep voor het Bedrijfsleven (2015). Zaaknummer 14/86, 12 november 2015.
- Colliers (2017). Sectorrapport Hotelmarkt, update november 2017.
- Cushman & Wakefield (2017). Winkelmarkt snapshot, tweede kwartaal 2017.
- Dipasquale, D., W.C. Wheaton (1996). *Urban economics and real estate markets*, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey.
- Domínguez Saínza, S. (2016). Hybride overeenkomsten in het hotelvastgoed (Master Thesis).

- Eeken, N. & Boer de, E.T. (2004), Omzetgerelateerde huurprijs, Tijdschrift voor Huurrecht.
- Elp, van M., P. Konings (2015). Beleggen in Zorgvastgoed, perspectief voor beleggers. Economisch instituut voor de bouw.
- Franke, M., F. Harleman, W. Kosterman (2017). Determinanten en dynamiek van huren in de vrije sector, Woningmarkt ESB, jaargang 102 (4752), pp 376-379.
- Gemeente Amsterdam (2017). Geraadpleegd op 8 januari 2018 van <https://www.amsterdam.nl/bestuur-organisatie/college/individuele-paginas/laurensivens/persberichten/amsterdam-gaat-80/>.
- Gaynor, M and Town, R. (2011). Competition in Health Care Markets, Amsterdam: Elsevier. Working Paper 17208.
- Heus, R. de (2014). Core kantorenlocaties: wat bepaalt de huurprijs van een kantoorgebouw? (Master Thesis).
- Hoepel, J.K., S. Visser, J. De Vries (2009). Zicht op omslag in zorgvastgoed, Real estate magazine, 63, 12, pp 17-21.
- Knight, F.D. (1921). Risk, uncertainty and profit, Iowa city.
- Kunneke, R., et al, (2006). Markt in Werking, ESB, volume 91, nummer 4500, pp. 1-80.
- Lage, D. zur (2016). Omzethuur in de hedendaagse praktijk (Master Thesis).
- Lo, A.W., M.T. Mueller (2010). Warning: Physics Envy May Be Hazardous To Your Wealth!
- Lucas, E. (2016). Er is meer aan de hand dan de woningnood, ROm, volume 34 2016 nummer 11, pp. 4-5.
- M.N. (2009). Health Care Real Estate, Wall Street Transcript, 183(23), pp 1-5).
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection, Journal of Finance, 7:1, pp. 77-99.
- Mouchakka, P. (2016). Views from the Observatory Real Estate Portfolio Risk Management and Monitoring, Morgan Stanley Real Estate Investing.
- Nolan, M., M. Rockefeller (2013). Political Risk Management Strategies for Real Estate Investing in Emerging Markets. Real Estate Finance & Investment, volume 14.
- NVM (2016). Winkelmarkt 2016.
- NVM (2016). Kantoren in cijfers 2016.
- Nederlandse Zorg Autoriteit (2018). Beleidsregel BR/REG-18148.
- Parool (2017). Geraadpleegd op 28 december 2017, <https://www.parool.nl/amsterdam/kalverstraat-rukt-op-in-lijst-duurste-winkelstraten-ter-wereld~a4423836/>.
- Ramakers, Y. (2008). Strategic alignment in the care sector (Master Thesis).

- Reilly, F.K., K.C. Brown (2012). *Investment Analysis & Portfolio Management*, 10th edition, South-Western, Cengage Learning.
- Rijksoverheid (2017). Geraadpleegd op 23 december 2017 van <https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/huurprijs-en-puntentelling>.
- Schmidt, R.P.E. (2017). *De kansrijkheid van micro appartementen in Amsterdam* (Master Thesis).
- Scheerder, R.L.J.M. (2007). De overheid en het vastgoed in de zorg, *Zorg en Financiering*, Volume 6, Issue 10, pp 11–19.
- Scholte Lubberink, A.B.M., W.J. van der Post, J. Veuger (2016). De WOZ-waarde als marktwaarde indicator, *Real estate research quarterly*, volume 16 nummer 4, pp 28-37.
- Schuld, C. (2017). *De integratie van de WOZ-waarde in het woningwaarderingstelsel: kans of bedreiging voor het functioneren van de particuliere huurwoningmarkt?* (Master Thesis).
- Sharpe, W.F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *Journal of Finance*, volume 19:3, pp. 425-429.
- Six-Hummel, J.K. (2015). Woningwaarderingstelsel niet echt eenvoudiger, *Vastgoedmarkt*, volume 42, pp 17.
- Tennekes, J., et al, (2017). Maatschappelijk vastgoed in verandering: ruimtelijke dynamiek voor woonzorggebouwen en basisscholen en de gevolgen van vraagvolgende bekostiging. PBL Planbureau voor de Leefomgeving, PBL-publicatienummer: 2224.
- Titman S., A.J. Kewon, J.D. Martin (2011). *Financial management, Principles and applications*, 12de editie, Pearson, Boston.
- Toirdoir, P. (2012). *Waarde van locatie en ruimtelijke samenhang; beschouwing en ontwikkeling van theorie*, Amsterdam School of Real Estate.
- Van der Gijp, B. (2014). *Whitepaper investeren in Zorgvastgoed*, Syntrus Achmea Real Estate & Finance.
- Van Wetten, P. (2014). *De meerwaarde van vastgoed in de beleggingsportefeuille*, Syntrus Achmea Real Estate & Finance.
- Verbeek-Oudijk, D. E. Eggink (2014). *Tijdschrift Gerontol Geriatrie* volume 45: 188.
- Veuger, J., et al (2016), *Onderzoeken, trends en ontwikkelingen in zorgvastgoed en gemeentelijk vastgoed*, Hanzehogeschool Groningen, De Boekdrukker, Amsterdam, ISBN 978-90-819774-9-4, 1e oplage oktober 2016.
- VNG (2017). Geraadpleegd op 22 december 2017 van <https://vng.nl/onderwerpenindex/onderwijs/onderwijshuisvesting/nieuws/vng-onderzoekt-systematiek-normbedragen-onderwijshuisvesting>.
- Voordt, T.J.M. van der, (2016). Adding value by health care real estate: parameters, priorities, and interventions, *Journal of Corporate Real Estate*, volume 18 Issue 2, pp 145-159.
- Waszkiewicz, G. (2017). Political risk on financial markets in developed and developing economies, *Journal of Economics and Management*, volume 28, pp 112 – 134.

Witjes, B. (2017). Tweedeling: middeninkomens de klos, Ruimte + Wonen, volume 98, pp 54-59.

Bijlagen

Bijlage 1 getranscribeerde interviews

Bijlage 2 begrippen uit interviews gerelateerd aan de huursystemen

Bijlage 2 begrippen uit interviews gerelateerd aan de huursystemen

ZIN (zorg in natura): de zorg en huisvesting worden door de overheid aan de zorginstelling integraal vergoed. Hierbij geldt de normatieve huisvestingscomponent en dus een vaste vergoeding vanuit de overheid.

Scheiden wonen en zorg: bij scheiden wonen en zorg betaalt de bewoner zelf de huur van een verpleeghuisstudio. Hier is sprake van een markthuursysteem.

Normatieve huisvestingscomponent: dit is de vaste vergoeding vanuit de overheid voor huisvesting (zie hoofdstuk 2 voor een nadere toelichting. Hier is sprake van een vaste vergoeding vanuit de overheid.

Particuliere woonzorg: deze term wordt in de sector gehanteerd wanneer een zorgondernemer een verpleeghuis exploiteert waarbij de bewoner de huur en services betaalt en de overheid de zorg. Hier is sprake van een markthuursysteem.

Intramuraal: met intramuraal wordt bedoeld dat de zorgbehoevende bewoner binnen de muren van de zorginstelling woont en niet zelf hoeft te betalen voor huisvesting, services of zorg. Hier is sprake van een vaste vergoeding vanuit de overheid.

Extramuraal: met extramuraal wordt bedoeld dat de zorgbehoevende bewoner in zijn eigen woning woont en zelf de huisvesting (en eventuele services) betaalt, maar de zorg door de overheid wordt betaald. Hier is sprake van een markthuursysteem.