

De zorgen en gemakken van triple-net huurcontracten in zorgvastgoed

Een verkennend onderzoek naar de invloed van triple-net huurcontracten op de verhuur en marktwaarde van verpleeghuizen

Amsterdam School of Real Estate



Naam: ir. Dirk Adriaanse

E-mail: d.adriaanse@capitalvalue.nl

Opleiding: Master of Real Estate (2022-2024)

Type scriptie: company research paper

Datum: 18 september 2024

Eerste beoordelaar: drs. Hans Op 't Veld



Voorwoord

De toekomst maakt ons allemaal nieuwsgierig, maar niemand kijkt echt uit naar ouder worden. Dit weerspiegelt hoe we verlangen naar vooruitgang en nieuwe ervaringen, terwijl er ook altijd een beetje spanning meespeelt. Met het afronden van de MRE ben ik zelf weer een ervaring rijker en twee jaartjes ouder, zonder die spanning voor de toekomst. Het voelt nog als de dag van gisteren dat ik aan deze studie begon. De tijd is voorbij gevlogen! Dat heb ik te danken aan mijn geweldige studiegenoten, enthousiaste docenten, de toegewijde medewerkers van de Amsterdam School of Real Estate en mijn steunende collega's.

Mijn nieuwsgierigheid heeft me ertoe gebracht de MRE te volgen. Ik wilde meer inzicht krijgen in de theorieën achter de vastgoedmarkt en hoe andere beleggingscategorieën zijn opgebouwd. Als specialist in zorgvastgoed ben je vaak bezig met heel andere zaken dan andere vastgoedspecialisten, maar er zijn ook veel overeenkomsten. Een van mijn doelen met deze studie was om mijn kennis buiten de zorgvastgoedmarkt te verbreden. Toch heb ik ervoor gekozen mijn scriptie over verpleeghuizen te schrijven. Met mijn onderzoek hoop ik de zorgvastgoedmarkt weer een stap verder te helpen in haar groei naar volwassenheid – of beter gezegd: de weg naar ouderdom.

De verhuur van verpleeghuizen klinkt misschien niet als het meest aantrekkelijke deel van de vastgoedmarkt, maar ik zie het juist als een unieke combinatie van maatschappelijke impact en commerciële kansen. Verpleeghuizen vervullen niet alleen een cruciale rol voor onze vergrijzende bevolking, maar ze bieden ook een stabiele cashflow in een markt die blijft groeien. Hierdoor nemen ze een bijzondere positie in binnen de vastgoedsector. In mijn ogen is de verhuur van verpleeghuizen een onderbelicht onderdeel dat zeker meer aandacht en onderzoek verdient.

De begeleiding van mijn onderzoek lag in de handen van Hans Op 't Veld, die dat zeer kundig heeft gedaan. Door mij zoveel mogelijk vrijheid te geven en me op prikkelende wijze aan het denken te zetten, heb ik mijn onderzoek vanuit verschillende invalshoeken kunnen benaderen. Het waren leuke en leerzame discussies tijdens de koffiesessies, waarbij zijn inzichten en kritische vragen mij hielpen om mijn ideeën verder uit te diepen en nieuwe perspectieven te ontdekken.

Uiteraard ben ik ook dankbaar voor de kans die Capital Value me geboden heeft om de studie te volgen. Als specialist op de woning- en zorgmarkt zien ze de kansen, die deze groeimarkten met zich meebrengen. Daar hoop ik een steentje aan bij te kunnen dragen. Ik had de studie niet doen zonder de steun van m'n collega's, die me altijd hebben aangemoedigd en bereid waren om te helpen. Tot slot wil ik mijn lieve vriendin Emilie bedanken voor haar steun en alle kopjes thee met snacks, die ze naar de studeerkamer heeft gebracht.

Dirk Adriaanse

Utrecht, september 2024

Foto titelpagina: Woonzorgcomplex De Loericker Stee in Houten, dat in 2021 door Stichting Warande is verkocht middels een sale-leaseback transactie met een triple-net huurcontract (© Top-Shot)

Managementsamenvatting

Het doel van dit onderzoek is om inzicht te verschaffen in de invloed van triple-net huurcontracten op de verhuur en marktwaarde van verpleeghuizen in Nederland, specifiek gericht op verpleeghuizen voor ouderen die verhuurd worden via masterlease contracten. Het onderzoek richt zich op de vraag waarom deze contractvorm wordt gekozen en hoe taxateurs deze contracten beoordelen bij marktwaardetaxaties. De bevindingen zouden zowel huurders als verhuurders moeten helpen bij het maken van een weloverwogen keuze voor een huurcontract bij de verhuur van verpleeghuizen.

De Nederlandse zorgvastgoedmarkt, ontstaan in de jaren '50, heeft zich sinds 2013 sterk ontwikkeld, mede door de intrede van commerciële beleggers. Verpleeghuizen spelen een centrale rol in deze markt, met bijna de helft van het beleggingsvolume in zorgvastgoed. Ondanks de groei kampt de markt met tekorten, vooral op het gebied van verpleeghuizen voor ouderen, waarbij medio 2024 een tekort van ruim 20.000 verpleeghuiseenheden is vastgesteld. Dit tekort en de specifieke behoeften van de zorgmarkt maken vastgoedstrategieën zoals huur of eigendom cruciaal voor zorginstellingen.

De keuze voor een triple-net huurcontract, waarbij de huurder alle operationele kosten draagt, hangt af van de strategische visie van zorginstellingen en de aard van het vastgoed. Deze contractvorm, populair bij sale-leaseback transacties in Angelsaksische landen, verlicht de operationele last voor verhuurders en biedt efficiëntie, zoals blijkt uit onderzoek naar beleggingsfondsen in de VS. Hoewel triple-net contracten operationele efficiëntie bevorderen, kan dit ten koste gaan van de winstgevendheid en waarde van bedrijven, wat zorgvuldige afwegingen vereist in de Nederlandse zorgvastgoedmarkt. Daarentegen hebben zorginstellingen vanwege de oplopende tekorten te maken met een monopolistische (vastgoed)markt, waarbij er meer marktmacht bij de verhuurder ligt dan bij de zorginstelling als huurder.

In dit onderzoek is gebruik gemaakt van drie verschillende kwalitatieve onderzoekstechnieken: een enquête onder verhuurders van verpleeghuizen, diepte-interviews met geselecteerde verhuurders van verpleeghuizen en case studies met taxateurs van verpleeghuizen. Uit de enquête onder 12 respondenten blijkt dat er geen eenduidige visie is onder beleggers over hun voorkeur voor het type huurcontract. De keuze voor een triple-net contract lijkt niet alleen financieel gedreven, maar is ook gebaseerd op het behoud van controle en het vermijden van risico's. Beleggers denken op de lange termijn, terwijl zorginstellingen zich meer richten op de zorgexploitatie op korte termijn. Dit verschil in visie kan leiden tot conflicterende belangen. De enquête heeft voor het eerst inzicht geboden in het aandeel van triple-net huurcontract onder Nederlandse verpleeghuizen: 15%. Echter maakt maar een klein deel van de beleggers gebruik van deze contractvorm en lijkt de voorkeur voor triple-net contracten onder beleggers af te nemen.

Uit de interviews komt naar voren dat het houden van grip op de vastgoedexploitatie voor zowel de zorginstelling als huurder maar ook de belegger als verhuurder een belangrijke drijfveer is. Het uitbesteden van het onderhoud aan de huurder, zoals dat binnen een triple-net huurcontract gebeurt, resulteert in toenemende mate in discussies tussen partijen over het uit te voeren onderhoud. Het gebrek aan mogelijkheden om de huurder aan te zetten of zelfs te dwingen om onderhoud uit te voeren is voor beleggers reden om niet (meer) voor triple-net huurcontracten te kiezen. Het uitstellen van onderhoud door de huurder kan op den duur invloed gaan hebben op de technische staat van het gebouw en daarnaast mist de verhuurder huurinkomsten, aangezien er een korting gegeven is op de huurprijs.

Op basis van de casus die is uitgewerkt met drie taxateurs is er geen tot nauwelijks waar te nemen in het verschil tussen de marktwaarde van een verpleeghuis met een triple-net huurcontract of single-net huurcontract. Gedurende de looptijd van het huurcontract hanteren de taxateurs het uitgangspunt dat het niet uitmaakt of een huurder of verhuurder de exploitatielasten op zich nemen. In beide gevallen gaan de taxateurs ervan uit dat de exploitatielasten op vergelijkbare wijze uitgegeven zullen worden. Ondanks dat de taxateurs wel risico's voorzien in de vastgoedexploitatie gedurende de looptijd van een triple-net huurcontract, wordt dit toch nog niet vertaald in de marktwaarde van het vastgoed.

Inhoudsopgave

Inleiding.....	5
Theoretisch kader.....	9
Methodologie.....	27
Analyse.....	32
Conclusies.....	48
Toepasbaarheid en reflectie.....	51
Literatuurlijst.....	53

Inleiding

1. Aanleiding

Elke dag worden we allemaal een dagje ouder. In veel landen is de bevolking geleidelijk aan het vergrijzen. Zoals de meesten wel weten, houdt vergrijzing in dat het aandeel ouderen toeneemt binnen de totale bevolking. In de maatschappij zal de vergrijzing in toenemende mate een belangrijke rol gaan spelen. Een bekend voorbeeld ver weg van huis is Japan, dat momenteel een van de sterkst vergrijsde bevolkingen ter wereld heeft (Wereldbank, 2024). Afgelopen maart was in Het Parool te lezen dat een van Japans grootste luiersfabrikanten (Oji Nepia) zal stoppen met de productie van luiers voor baby's en zich enkel nog zal toeleggen op het maken van luiers voor ouderen (Kieft, 2024). Volgens het bedrijf zit daar – in tegenstelling tot de productie voor baby's – nog wel groei in de markt. Maar de vergrijzing brengt ook veel ernstigere problemen met zich mee, omdat het lijkt alsof de Japanse samenleving het aantal ouderen niet meer aan kan. Zo kennen de Japanners een woord voor het achterlaten van ouderen ter adoptie: 'ubasute' (Weller, 2017). Dit eeuwenoude woord krijgt tegenwoordig weer meer aandacht. Ouderen worden dan achtergelaten op openbare plekken, omdat hun familieleden niet voor de ouderen kunnen zorgen of niet genoeg geld hebben voor opvang. Hieruit blijkt dat de Japanse samenleving grote moeite heeft om alle ouderen te voorzien van de juiste zorg en huisvesting.

In Europa ontkomen we ook niet aan een vergrijzende bevolking. Uit cijfers van het bureau voor de statistiek van de Europese Unie (Eurostat, 2024) komt naar voren dat het aandeel ouderen van 65 jaar of ouder in de Europese Unie zal toenemen van ongeveer 21% van de totale bevolking in 2023 tot circa 29% in 2050. Dit komt overeen met een toename van zo'n 43 miljoen ouderen binnen de EU. In dezelfde periode zal in Nederland het aandeel ouderen iets minder hard oplopen: van 20,2% tot 25,5%. Dit vertegenwoordigt desalniettemin een groei van ruim 1,1 miljoen ouderen. De mate van vergrijzing is een belangrijke indicator voor de opgave aan toekomstige ouderenhuisvesting (Faessen, 2023). Nederland moet zich dus voorbereiden op een sterke verandering van de woningvoorraad om alle ouderen te huisvesten. De vergrijzing zal zich volgens Faessen vertalen in een toenemende vraag naar verpleging voor ouderen. De verpleging en verzorging (V&V) van ouderen is verreweg de grootste sector van verpleging in Nederland. De omvang van de sectoren gehandicaptenzorg (GHZ) en geestelijke gezondheidszorg (GGZ) is aanzienlijk kleiner.

Een belangrijk vraag hierbij is hoe de Nederlandse maatschappij deze demografische ontwikkelingen zal gaan financieren. Traditioneel lag het huisvestingsvraagstuk bij de zorginstellingen zelf en woningcorporaties. Maar in de afgelopen decennia heeft ook de commerciële markt een aandeel gepakt, waarbij het vastgoed in eigendom is gekomen van beleggers en woningcorporaties. De beleggingsvolumes in zorgvastgoed zijn sinds 2015 sterk gestegen blijkt uit cijfers van Capital Value (2024). Nederlandse zorgvastgoedmarkt is ondertussen een volwassen asset class geworden binnen het vastgoed, maar wordt toch nog vaak gezien als een nichemarkt (Teuben, 2022).

Langlopende huurcontracten met zorginstellingen zijn kenmerkend voor de zorgvastgoedmarkt (EIB, 2015). Het is niet ongebruikelijk om 10, 15 of zelfs 20-jarige huurcontracten af te sluiten met zorginstellingen of zorgverleners. Dit zorgt voor een investering met stabiele cash flow voor beleggers, terwijl zorginstellingen juist meer flexibiliteit krijgen in hun vastgoedportefeuille. Daarnaast worden zorginstellingen middels deze langlopende huurcontracten ontzorgd in hun huisvestingsvraagstuk, zodat zij zich kunnen focussen op hun kernactiviteit: het verlenen van zorg.

2. Probleemstelling

Om aan de toekomstige vraag naar zorg te voldoen, zullen er onder andere nieuwe verpleeghuizen gebouwd moeten worden of moeten bestaande vastgoedvoorzieningen worden vernieuwd. Volgens onderzoek van het Economisch Instituut voor de Bouw (EIB, 2015) dateert ongeveer 78% van het totale zorgvastgoed in Nederland van vóór het jaar 2000. Hoewel er sinds dit onderzoek zeker nieuwe voorzieningen zijn toegevoegd en vervanging heeft plaatsgevonden, is het onwaarschijnlijk dat deze verhouding op dit moment substantieel is veranderd.

Het lijkt onvermijdelijk dat zorginstellingen en marktpartijen moeten gaan samenwerken om invulling te geven aan de toekomstige vraag. Deze samenwerkingen zullen resulteren in het afsluiten van nieuwe huurcontracten voor verpleeghuizen gehuurd door de zorginstellingen, zoals dat op dit moment al voor vele complexen is gedaan. Belangrijke uitgangspunten bij het sluiten van deze huurcontracten zijn onder andere de hoogte van de huurprijs, de duur van het contract, de kwaliteit van de oplevering, en de verdeling van onderhoudskosten.

In de commerciële vastgoedmarkt kiezen huurder en verhuurder in sommige gevallen voor een zogenaamd 'triple-net' huurcontract, waarbij de huurder naast de huurprijs en nutsvoorzieningen ook alle exploitatielasten van het pand voor rekening van huurder komen (Weeks et al., 2023). Onder deze exploitatielasten vallen bijvoorbeeld al het onderhoud, de zakelijke lasten en verzekeringen. Daarmee zijn niet alleen de kosten voor huurder, maar ook de bijbehorende risico's. De triple-net huurcontracten komen in de Nederlandse zorgvastgoedmarkt regelmatig voor. In de praktijk lijkt de keuze voor een triple-net huurcontract echter niet altijd gebaseerd op een grondige analyse van de specifieke behoeften van de zorginstelling en de kenmerken van het pand.

Het gebruik van triple-net huurcontracten in de zorgvastgoedmarkt is opvallend, gezien de potentiële nadelen voor zorginstellingen. De financiële marges van zorginstellingen in Nederland staan namelijk onder druk, zo is te lezen in de analyse van jaarrekeningen van zorginstellingen door accountant EY (Leensen & Poulssen, 2023). Onvoorziene uitgaven voor het onderhoud aan het vastgoed zullen een negatief effect hebben op hun financiële positie. Zorginstellingen hebben behoefte aan stabiliteit, maar dienen ook over de nodige expertise te beschikken om bepaalde vastgoed gerelateerde taken uit te voeren. Gezien de toenemende vraag naar zorg in Nederland, samen met de groeiende beleggingsmarkt, zullen huurcontracten een belangrijke rol gaan spelen en een aanzienlijke invloed kunnen hebben op de bedrijfsvoering van beleggers en zorginstellingen.

3. Doelstelling & onderzoeksvragen

Het doel van dit onderzoek is om inzichtelijk te maken wat de invloed is van triple-net huurcontracten bij de verhuur van verpleeghuizen in Nederland. Daarbij richt het onderzoek zich specifiek op verpleeghuizen voor ouderen, die verhuurd worden op basis van een masterlease huurcontract. Naast het inzicht te verschaffen in de mate waarin triple-net contracten worden gebruikt in de verhuur van verpleeghuizen en de redenen om al dan niet voor deze contractvorm te kiezen, beoogt dit onderzoek tevens de invloed te bestuderen van een triple-net huurcontract op de marktwaardetaxaties van verpleeghuizen. Met de bevindingen uit dit onderzoek kunnen huurders en verhuurders een goed onderbouwde keuze maken voor het type huurcontract bij de verhuur van een verpleeghuis.

De hoofdvraag van dit onderzoek is:

- *Wat is de invloed van een triple-net huurcontract op de verhuur en marktwaardetaxatie van verpleeghuizen?*

Om antwoord te kunnen geven op de hoofdvraag zal er eerst een aantal stappen doorlopen worden, waarbij er antwoord gegeven wordt op een aantal subvragen. Allereerst dient er een algeheel beeld van de zorgvastgoedmarkt in Nederland verkregen te worden en hoe deze markt ontstaan is. Daarnaast zal de omvang van de rol van verpleeghuizen binnen de zorgvastgoedmarkt worden vastgesteld worden, zodat onderbouwd kan worden wat de relevantie van verpleeghuizen is. Vervolgens is het noodzakelijk om de eigendomsmodellen voor verpleeghuizen te analyseren en op welke wijze de verhuur van verpleeghuizen wordt georganiseerd. Dit zorgt voor inzicht in de motieven achter de keuze van bepaalde huurcontracten en dan met name triple-net huurcontracten. Aansluitend zal aandacht besteed worden hoe zorgvastgoed getaxeerd wordt en welke onderdelen invloed hebben op de waarde van het vastgoed. Daarmee kan beter begrepen worden waarom gekozen wordt voor een bepaald type huurcontract. Het is daarbij van belang om te bepalen hoe vaak triple-net huurcontracten worden toegepast om de urgentie van dit onderzoek te onderbouwen. Tot slot streeft dit onderzoek ernaar om inzicht te geven wat de invloed van een triple-net huurcontract is op de marktwaarde van een verpleeghuis.

Dit heeft geleid tot de volgende subvragen:

1. *Hoe is de Nederlandse zorgvastgoedmarkt opgebouwd en hoe groot is de rol van verpleeghuizen voor ouderen binnen deze markt?*
2. *Wat zijn de motieven achter de keuze voor of tegen het gebruik van een triple-net huurcontract?*
3. *Hoe waarden taxateurs de verschillende huurcontracten en welke aspecten van verpleeghuizen beïnvloeden de waarde van het vastgoed?*
4. *Hoe vaak worden triple-net huurcontracten toegepast bij de verhuur van verpleeghuizen in Nederland?*
5. *In hoeverre heeft een triple-net huurcontract invloed op de marktwaardetaxatie van verpleeghuizen?*

De subvragen worden beantwoord in de verschillende hoofdstukken van het onderzoek. Daarmee wordt geleidelijk gewerkt naar de beantwoording van de hoofdvraag in de conclusie.

4. Afbakening

In dit onderzoek ligt de focus op triple-net huurcontracten die worden toegepast bij de verhuur van verpleeghuizen voor ouderenzorg. Daarmee zijn verpleeghuizen voor gehandicaptenzorg en geestelijke gezondheidszorg uitgesloten van dit onderzoek. Het richt zich specifiek op de Nederlandse context en belicht de kenmerken, beweegredenen en potentiële uitdagingen van deze verhuurstructuur in de Nederlandse ouderenzorgsector. Omdat de focus ligt op verpleeghuizen, worden andere typen zorgvastgoed, zoals verzorgingshuizen of aanleunwoningen, niet in dit onderzoek meegenomen.

5. Methodologie

Om antwoord te geven op de onderzoeksvraag en subvragen worden er in deze company research paper verschillende vormen van onderzoek toegepast. De basis zal gevormd worden door een literatuuronderzoek, zodat het theoretisch kader vastgesteld kan worden. Vervolgens worden er verschillende vormen van kwalitatieve onderzoeksmethoden toegepast met als doel om een aanvulling te geven op het huidige theoretisch kader. Met deze onderzoeksmethode kan diepgaand inzicht verkregen worden in de achterliggende motieven en gedrag bij het toepassen van bepaalde huurcontracten voor verpleeghuizen. Onderstaand worden de methode kort toegelicht. In het hoofdstuk Methodologie volgt een uitgebreidere toelichting op welke wijze het onderzoek is aangepakt.

Literatuurstudie

Literatuuronderzoek door middel van desk research vormt de basis van de scriptie. Door bestudering van relevante, wetenschappelijke literatuur en bronnen wordt een diepgaand theoretisch kader geschetst. In de huidige literatuur lijkt er weinig inzicht te zijn hoe de Nederlandse zorgvastgoedmarkt om gaat met deze verschillende huurcondities. Dit kennishiaat voor de zorgvastgoedmarkt wordt getracht ingevuld te worden door naar andere markten te kijken, zodat de conclusies mogelijk toegepast kunnen worden voor de zorgvastgoedmarkt.

Enquête

Een enquête wordt ingezet om beschrijvende data te verzamelen over de prevalentie van triple-net huurcontracten bij de verhuur van verpleeghuizen. De enquête wordt uitgezet bij grootste verhuurders van verpleeghuizen, die een groot aandeel van de markt vertegenwoordigen. Op deze manier kan inzicht verschaft worden in de huidige verdeling in de markt, dat er op dit moment nog nauwelijks is.

Interview

Tevens worden er interviews gehouden met de beleggers, die deelgenomen hebben aan de enquête. Het doel van de interviews is om te achterhalen wat de motieven van beleggers zijn achter de keuze voor het al dan niet aangaan van een triple-net huurcontract. De interviews zijn semigestructureerd gevoerd, wat de mogelijkheid biedt om in te gaan op onverwachte en relevante thema's.

Case studies

Case studies worden toegepast met een selectie van taxateurs om gedetailleerde analyses te maken van specifieke situaties of projecten die relevant zijn voor de invloed van het type huurcontract op de marktwaarde van een verpleeghuis. Door middel van een diepgaande analyse van de cases worden nuances en complexe relaties binnen het onderzoeksonderwerp belicht.

6. Relevantie

De maatschappelijke relevantie kan gevonden worden bij de noodzaak om goede huisvesting voor ouderen en zorgbehoevenden te realiseren. Nu en in de toekomst moeten er nieuwe verpleeghuizen gebouwd worden, die mogelijk gehuurd gaan worden door de zorginstelling. Het is voor hen belangrijk om een goed onderbouwde keuze te maken in de opzet van dit huurcontract. Als zij dit op een economische efficiënte manier doen, dan zou er meer geld overblijven om te investeren in de zorg. Zorginstellingen zijn er bij gebaat als ze proactief geïnformeerd worden over de kansen en risico's bij het aangaan van een huurovereenkomst.

Voor de wetenschap is het interessant om te toetsen hoe taxateurs omgaan met een bepaald risico of rendement. Door middel van onderzoek met cases zou het mogelijk moeten zijn om een verschil aan te tonen. Dit kan een nieuwe toevoeging aan de wetenschappelijke literatuur zijn. Het bundelen van alle informatie over het sluiten van huurcontracten in zorgvastgoed kan ook een nuttige toevoeging zijn voor de literatuur.

7. Capital Value

Dit onderzoek betreft een company research paper. Dit is een op theorieën gebaseerd onderzoek dat wordt gecombineerd met een strategisch vraagstuk voor een organisatie. Capital Value is actief in de vastgoedmarkt als adviseur in de beleggingsmarkt van residentieel vastgoed en zorgvastgoed. Opdrachtgevers van Capital Value zijn onder andere beleggers, zorginstellingen, woningcorporaties, ontwikkelaars en banken. Met dit onderzoek kan Capital Value haar opdrachtgevers adviseren hoe zij het beste om kunnen gaan met huurcontracten voor verpleeghuizen. Binnen zorgvastgoed speelt het huurcontract een centrale rol vanwege de lange looptijden en masterlease constructies. Het op de juiste manier toepassen van het huurcontract is voor alle marktpartijen cruciaal. Op basis van de bevindingen van dit onderzoek kunnen de opdrachtgevers een onderbouwde keuze voor een type huurcontract bij de verhuur van verpleeghuizen.

8. Leeswijzer

Het rapport is in een aantal hoofdstukken opgedeeld, zodat er stapsgewijs antwoord gegeven kan worden op de hoofd- en subvragen van dit onderzoek. Er worden verschillende onderzoeksmethoden toegepaste om op gestructureerde wijze voor onderbouwing te zorgen. Eerst wordt in het hoofdstuk 'Theoretisch kader' aandacht besteed aan de ontwikkeling van de zorgvastgoedmarkt in Nederland en de eigendomsmodellen die mogelijk zijn voor verpleeghuizen. Binnen het eigendomsmodel huren wordt dieper ingegaan op de verschillende typen huurcontract, waaronder triple-net huur. Vervolgens wordt in het hoofdstuk 'Methodologie' ingegaan op de uitgevoerde onderzoeksmethoden en de werkwijze van deze methode. Er wordt ingegaan op de enquête, interviews en case studie. In dit hoofdstuk worden ook enkele assumpties uitgelegd, die gebruikt worden bij de analyse van de resultaten.

Het hoofdstuk 'Analyse' geeft een uitgebreide toelichting op de bevindingen van de uitgevoerde onderzoeken. Dit wordt stapsgewijs gedaan voor de enquêtes, interviews en case studies, waarbij er deelsamenvattingen worden gegeven per onderdeel. Op basis de analyse wordt vervolgens in het hoofdstuk 'Conclusie' antwoord gegeven op de hoofdvraag van dit onderzoek en er volgt een inhoudelijke terugkoppeling op de assumpties die zijn gemaakt. Tot slot wordt de toepasbaarheid van het onderzoek voor Capital Value beschreven samen met een reflectie in het hoofdstuk 'Toepasbaarheid en reflectie'.

Theoretisch kader

Er is veel literatuur beschikbaar over zorgvastgoed. In veel gevallen zien de onderzoeken toe op de situatie waarbij de zorginstelling zelf eigenaar is van het vastgoed en het vastgoed zo optimaal mogelijk kan inzetten voor haar zorgactiviteiten. Dit onderzoek richt zich juist op de eigendomssituatie, waarbij een zorginstelling de huurder is van een verpleeghuis. De contractuele verplichtingen zijn onderling vastgelegd in een huurovereenkomst. Het theoretisch kader geeft inzicht in de literatuur van de verhuur van verpleeghuizen. Daarbij wordt de literatuur voornamelijk vanuit het perspectief van de verhuurder bekeken. Dit onderzoek wordt voornamelijk gehouden, omdat het de verwachting is dat beleggers een grotere rol zullen gaan spelen in de Nederlandse zorgvastgoedmarkt. Het theoretisch kader verduidelijkt welke modellen en contractvormen door beleggers gebruikt worden bij de verhuur van verpleeghuizen.

De zorgmarkt is over het algemeen landelijk georganiseerd met grote verschillen per land als het bijvoorbeeld gaat om de financiering van de zorg. Waar mogelijk wordt er gebruikt gemaakt van literatuur over de verhuur van verpleeghuizen in Nederland. Echter zal er ook regelmatig naar de zorgvastgoedmarkt in de Verenigde Staten en Verenigd Koninkrijk gekeken worden. In beide landen is de particuliere markt voor verpleeghuizen al sinds 1990 in opkomst, waardoor de beleggingsmarkt in dit type vastgoed zich al heeft ontwikkeld tot een professionele asset class (Harrington et al., 2017). Dit heeft ook geresulteerd in een omvangrijke database met literatuur toegespitst op de Verenigde Staten. De nadruk van het theoretisch kader ligt op seniorenhuisvesting, maar het zwaartepunt ligt bij verpleeghuizen.

Om te begrijpen hoe de zorgvastgoedmarkt zich in de toekomst zal gaan ontwikkelen, is het ook belangrijk om naar het verleden te kijken. Daarom wordt er eerst ingegaan op het ontstaan van de zorgvastgoedmarkt in Nederland. De vergrijzing van de bevolking is een alom bekend probleem, maar het is nog onduidelijk wat de echte impact op de middellange en lange termijn zal zijn. Om die reden wordt er ook aandacht besteed aan prognoses, die een inschatting geven van de toekomstige vraag naar verpleeghuizen. Daarmee wordt een beeld verkregen van de omvang van het vastgoedvraagstuk.

Om invulling te geven aan het vastgoedvraagstuk van verpleeghuizen zijn er verschillende eigendomsmodellen en contractvormen mogelijk. De uitgangspunten waarop de verhuur van een verpleeghuis tot stand komt, staan hierbij centraal. Een belangrijke contractvorm waar dit onderzoek zich grotendeels op toespitst zijn de triple-net contracten. Aan deze contractvorm wordt extra aandacht besteed, waarmee de beweegredenen en onderliggers vanuit de literatuur worden toegelicht. Tot slot wordt er nog ingegaan op de waardering van zorgvastgoed en dan met name verpleeghuis. De invloed van de verschillende eigendomsmodellen en contractvormen op de waardering van het vastgoed worden getracht te onderbouwen. Het theoretisch kader zal als basis genomen worden om vervolgens de hypothesen en methodologie voor het onderzoek op te stellen.

1. Zorgvastgoed in Nederland

Om te beginnen wordt eerst het kader van zorgvastgoed vastgesteld. De Nederlandse zorgvastgoedmarkt is breed en kent vele vormen en maten. Om goed te begrijpen hoe de verhuur van verpleeghuizen tot stand komt, is het noodzakelijk om de gehele zorgvastgoedmarkt te overzien. Er wordt eerst ingegaan op de definitie en kenmerken van de zorgvastgoedmarkt met een schematische weergave van de opbouw van de markt in Nederland. Vervolgens wordt een historisch overzicht gegeven van de ontwikkeling van verpleeghuizen in Nederland vanaf de Tweede Wereldoorlog. Dit geeft een perspectief waar de markt zich op dit moment in bevindt en op basis van de prognoses kan een inschatting gemaakt worden waar de zorgvraag zich naartoe zal bewegen. Daarna wordt beschreven hoe de beleggingsmarkt in zorgvastgoed zich tot nu toe in ontwikkeld heeft Nederland.

a. Definitie en kenmerken

Zorgvastgoed is een breed begrip waar een divers spectrum aan gebouwen en terreinen onder vallen. Het Ministerie van Binnenlandse Zaken (2024) hanteert een definitie die toegespitst is op woonzorggebouwen waarbij zorg of begeleiding aan de orde is. Deze definitie is echter te nauw. De definitie van Veuger et al. uit

2016 dekt de lading beter: “Zorgvastgoed is (...) vastgoed dat direct of indirect met zorgdienstverlening te maken heeft en een ondersteunende bijdrage aan een zorgexploitatie levert.” Dit kan variëren van ziekenhuizen en verpleeghuizen tot zorgappartementencomplexen en praktijken voor huisartsen of fysiotherapeuten. Zorgvastgoed wordt in basis bepaald door de activiteiten, die uitgevoerd worden in het vastgoed.

Segmenten binnen de zorgvastgoedmarkt

Een veel gehanteerde verdeling binnen het zorgvastgoed in Nederland is tussen care en cure (EIB, 2015; Veuger et al., 2016; Teuben, 2022). Care-vastgoed is gericht op ‘verzorging’ met huisvesting voor chronisch zieken met een langdurige zorgzorg. Naast zorg wordt in veel gevallen ook huisvesting verzorgd voor de cliënten. Voorbeelden hiervan zijn verpleeghuizen voor ouderen, gehandicapten en geestelijke gezondheidszorg, maar ook woonzorgcentra voor bewoners die thuiszorg ontvangen. Cure-vastgoed is gericht op ‘genezing’ met huisvesting voor zorgverleners, die acute zorg leveren aan mensen. De aard van deze zorg is kortdurend en gericht op herstel door middel van medische behandelingen of operaties. Er zijn zorginstellingen die zowel zorgactiviteiten op het gebied van care als cure leveren, maar binnen de zorgvastgoedmarkt probeert men deze activiteiten zoveel mogelijk te scheiden van elkaar.

In aanvulling op de verdeling care en cure wordt er in de zorgvastgoedmarkt nog een verdieping gebruikt om het vastgoed in verschillende segmenten te verdelen (Gijp, 2014; Oostvoorn, 2014; Hermus & Baaij, 2016). Binnen het care-vastgoed wordt een onderscheid gemaakt tussen extramuraal en intramuraal vastgoed. Bij het intramuraal vastgoed wonen de bewoners met langdurige zorg binnen (‘intra’) de muren (‘muraal’) van een zorginstelling, die zowel de zorg als huisvesting integraal levert aan de bewoners. Bij extramuraal vastgoed is er een scheiding tussen de zorg en huisvesting. Deze scheiding kan fysiek zijn als bewoners thuiszorg ontvangen in hun eigen woning, maar er kan ook een contractuele scheiding zijn. Dit laatste is het geval als een bewoner binnen de muren van een zorginstelling woont, maar de levering van zorg en huisvesting zijn contractueel gescheiden van elkaar en daarmee niet integraal.

Publiek en privaat gefinancierde verpleeghuizen

In verpleeghuizen wordt langdurige zorg en huisvesting verleend aan bewoners, die niet meer zelfstandig kunnen wonen en 24-uurs zorg en toezicht nodig hebben. Binnen de zorgvastgoedmarkt wordt er onderscheid gemaakt tussen publiek en privaat gefinancierde verpleeghuizen. Ouderen die blijvend 24 uurszorg in de nabijheid dan wel permanent toezicht nodig hebben, kunnen in aanmerking komen voor een indicatie voor langdurige zorg. Het Sociaal Cultureel Planbureau (Plaisier en Draak, 2019) beschrijft in haar publicatie over particuliere woonzorg, dat wanneer een cliënt een zorgindicatie heeft voor langdurige zorg dan zal het zorgkantoor die zorg namens de hulpbehoevende bij een gecontracteerde zorgorganisatie afnemen, in een instelling (intramurale zorg met verblijf) of thuis via een Volledig Pakket Thuis (VPT) of Modulair Pakket Thuis (MPT). Bij particuliere woonzorg wordt de (verpleeghuis)zorg geclusterd geleverd aan de bewoners, waarbij bewoners een aparte vergoeding betalen voor zorg en huisvesting. De scheiding tussen wonen en zorg resulteert erin dat particuliere verpleeghuizen onder het extramuraal vastgoed vallen. Bij publieke verpleeghuizen betalen de bewoners één integrale vergoeding voor zorg én huisvesting. De bekostiging van de zorg is op basis van zorg met verblijf in natura. De publieke verpleeghuizen vallen door de integrale vergoeding onder het intramuraal vastgoed. Beide vormen van verpleeghuizen vormen onderdeel van het onderzoek in deze scriptie.

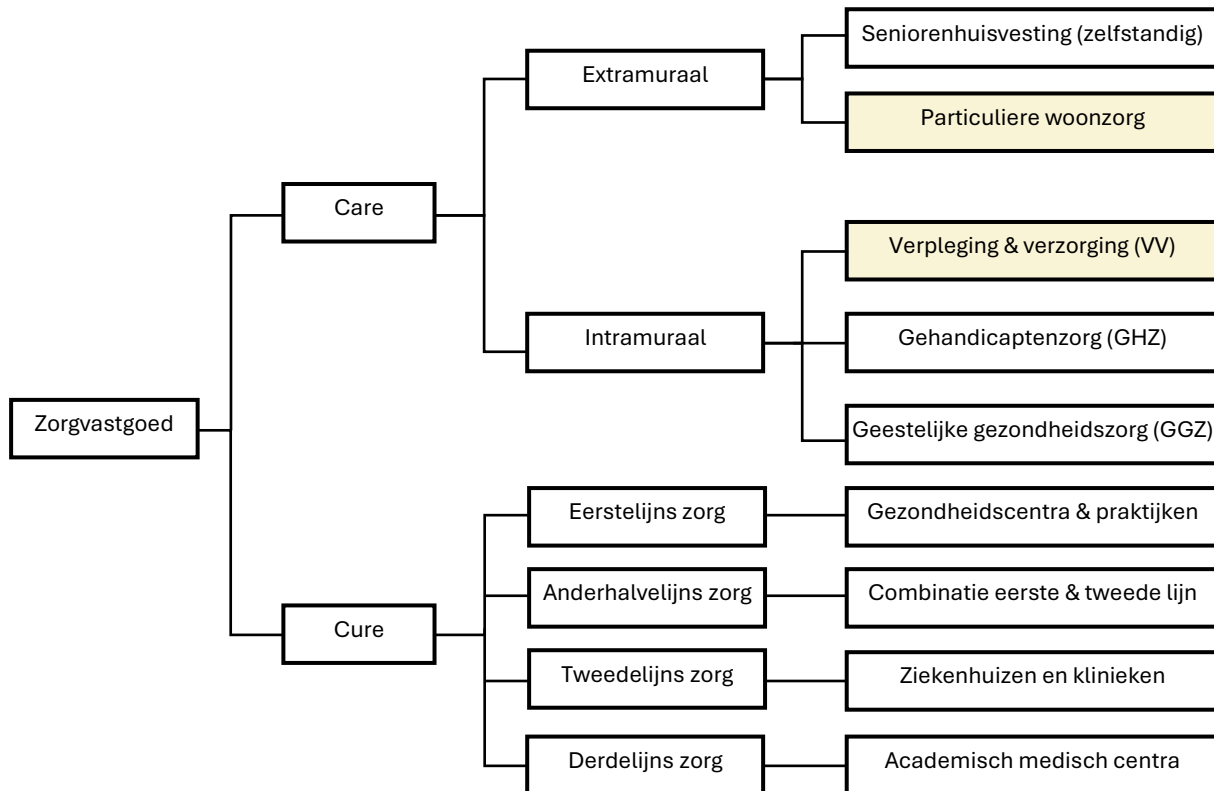
Boomdiagram zorgvastgoedmarkt

In de zorgvastgoedmarkt is het gebruikelijk om de verschillende segmenten weer te geven middels een boomdiagram (Gijp, 2014; Oostvoorn, 2014; Hermus en Baaij, 2016). Daarbij vindt de vertakking plaats op basis van bovengenoemde verdeling. Figuur 1 geeft inzicht in de verdeling van de Nederlandse zorgvastgoedmarkt, die gebaseerd is op de verschillende varianten die beschikbaar zijn van Gijp (2014), Oostvoorn (2014) en Hermus en Baaij (2016).

In de boomdiagram zijn de onderdelen ‘particuliere woonzorg’ en ‘Verpleging & Verzorging (VV)’ gearceerd, omdat dit de segmenten betreft waar dit onderzoek op toeziet. Beide segmenten omvatten verpleeghuizen

voornamelijk gericht op ouderen. De financiering van de zorg en huisvesting bepaald of het verpleeghuis valt binnen het segment particuliere woonzorg of verpleging en verzorging. Indien er sprake is van één integrale vergoeding voor zorg én huisvesting, dan kan gesteld worden dat het verpleeghuis een intramurale vergoeding heeft. Als de vergoeding voor zorg en huisvesting gescheiden is en de bewoner zelf direct aan de zorgaanbieder betaalt voor huisvesting, dan wordt het verpleeghuis gezien als particuliere woonzorg. Beide vormen van verpleeghuizen zijn meegenomen in dit onderzoek.

Figuur 1: Boomdiagram Nederlandse zorgvastgoedmarkt, bewerkt naar Gijp (2014), Oostvoorn (2014) en Hermus & Baaij (2016)



b. Ontwikkeling van verpleeghuizen in Nederland

Uit een analyse van ActiZ (2024), een branchevereniging van circa 400 zorgorganisaties, komt naar voren dat Nederland op 1 oktober 2023 beschikt over zo'n 130.000 verpleeghuisplekken, waarvan er 122.445 zijn bezet. Deze verpleeghuizen hebben betrekking op de doelgroep ouderen. Hoe is Nederland tot deze voorraad gekomen? Onderstaand wordt beknopt ingegaan op de ontwikkeling van verpleeghuizen in Nederland.

Opkomst verzorgingsstaat

De zorgvastgoedmarkt gaat in Nederland al aardig wat jaren mee. Na de Tweede Wereldoorlog had Nederland te maken met een ernstige woningnood, veroorzaakt door oorlogsschade, een achterstand in de nieuwbouw en een sterk toegenomen vraag naar woonruimte. Dit beschrijven Loeff et al. (2005) in hun onderzoek naar bejaardentehuizen. Een belangrijk aspect van het aanpakken van deze woningcrisis was de huisvesting van ouderen. In die periode had Nederland al te maken met een vergrijzende bevolking. De overheid nam door middel van wet- en regelgeving het initiatief voor het opbouwen van een verzorgingsstaat. Zo werden er bijvoorbeeld subsidies uit de Woningwet beschikbaar gesteld voor de exploitatie van nieuwe bejaardentehuizen met als doel om ouderen te verleiden om hun eengezinswoningen te verlaten. Startende gezinnen zouden dan hun intrek konden nemen in deze

woningen. Om emotionele en financiële redenen bleven echter veel ouderen in hun (te) grote eengezinswoningen wonen. Desondanks werden er in de periode tussen 1945 en 1965 zo'n 364 verzorgingstehuizen in Nederland gebouwd (Loeff et al., 2005).

Invoering Algemene Wet Bijzondere Ziektekosten

In 1968 trad de Algemene Wet Bijzondere Ziektekosten (AWBZ) in werking, een sociale verzekering die langdurige zorg in Nederland dekt. Deze wet heeft tot doel de gehele bevolking te verzekeren tegen het risico van bijzondere ziektekosten. Hieronder vallen onder andere de langdurige zorg voor ouderen met verblijf in een inrichting, instellingen voor gehandicapten of ziekenhuiszorg langer dan een jaar (CPB, 2009). Zorginstellingen hadden op basis van de AWBZ recht op een vergoeding voor hun huisvesting, waarvoor de zorginstelling een vergunning moest aanvragen bij het College bouw zorginstellingen (Cbz) voorafgaand aan de bouw (Nza, 2009). Na goedkeuring van Cbz waren de zorginstellingen niet langer verantwoordelijk voor de bouwkosten, aangezien de kapitaallasten volledig vergoed werden via nacalculatie door de overheid. Hierdoor droegen de zorginstellingen geen risico voor de gemaakte investeringen (Elp, Zaal, Bouwen voor de zorg, 2012).

Overgang naar nieuw bekostigingssysteem

Het bekostigingssysteem volgens de AWBZ was volgens Schaepkens en Suurland (2013) in beginsel risicoloos voor zorginstellingen en daarom is per 1 januari 2012 vervangen door een systeem van prestatiebekostiging per cliënt. De kapitaallasten worden voortaan bekostigd via een normatieve huisvestingscomponent (NHC). De hoogte van de NHC is afhankelijk van het zorgzwaartepakket (zzp) van de cliënt, die op basis van een indicatie door het Centrum Indicatiestelling Zorg (CIZ) wordt vastgesteld (Nza, 2016). De doelstellingen van het nieuwe bekostigingssysteem waren volgens de Nza (2009) tweeledig. Enerzijds moest dit bekostigingssysteem de vraaggerichtheid en ondernemerschap van zorginstellingen bevorderen, anderzijds wil de overheid de zorgkosten beheersbaar houden. De invoering van integrale tarieven brengt de verantwoordelijkheid voor het beheer en de risico's van vastgoed bij zorginstellingen zelf. Hierdoor worden investeringsbeslissingen voor nieuwbouw decentraal gemaakt en losgekoppeld van de bouwplannen. Het risicoprofiel van zorginstellingen is voor de exploitatie van vastgoed verhoogd, omdat zorginstellingen nu zelf risicodragend zijn voor hun huisvesting (Elp, Zaal, Bouwen voor de zorg, 2012).

Langer zelfstandig thuis wonen

Sinds 2012 zet de overheid ook steeds meer in op het scheiden van wonen en zorg. Deze beleidsmaatregel houdt in dat er een scheiding komt in de financiering van de zorg en huisvesting van cliënten, waarbij de cliënt zelf verantwoordelijk is voor de huisvesting. Dit is in tegenstelling tot de integrale tarieven van de verpleeghuizen, waar één integraal tarief is voor zorg en huisvesting. Het doel van de maatregel is - naast kostenbesparing - om ouderen te bevorderen om zo lang mogelijk thuis te wonen en daarmee de verhuizing naar een verpleeghuis uit te stellen (Hollander – research voor beleid, 2008).

De AWBZ is per 1 januari 2015 komen te vervallen en is overgegaan naar vier verschillende wetten. De Wet langdurige zorg (Wlz) vervangt de AWBZ, waarbij een kleiner deel van de langdurige zorg onder deze wet valt. Andere vormen van zorg en ondersteuning voor ouderen worden (gedeeltelijk) vergoed via de gemeente middels de Wet maatschappelijke ondersteuning (Wmo) of de Zorgverzekering (Zvw) (Algemene rekenkamer; 2014). Onderdeel van deze overgang is een beperking in de mogelijkheid om aanspraak te maken op zorg uit de Wlz. Dit heeft de overheid bijvoorbeeld gedaan door geen nieuwe indicaties met lage ZZP's af te geven. Voor de doelgroep ouderen betekent dit dat indien de ouderen nog in staat zijn om zelfstandig te wonen, dan hebben zij geen recht op een verblijf binnen een verpleeghuis (Nza, 2015). Dit past bij het beleid om ouderen langer thuis te laten wonen. Als gevolg hiervan nam de zorgzwaarte van de bewoners in verpleeghuizen toe. Veel oude verzorgingshuizen zijn verbouwd tot verpleeghuis, waar enkel nog verpleeghuiszorg geleverd wordt uit de Wlz.

Opkomst particuliere woonzorg

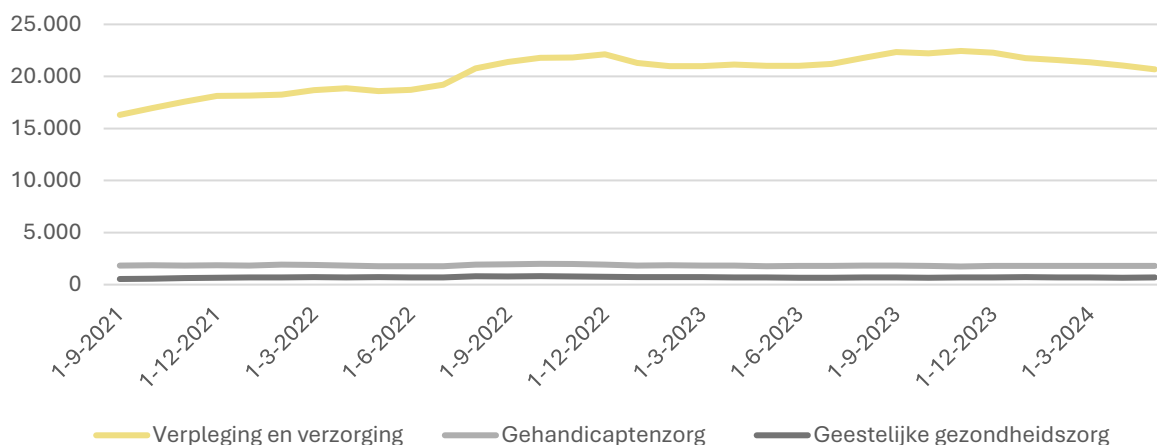
Sinds het sturen op de scheiding tussen wonen en zorg is de particuliere woonzorg in Nederland sterk opgekomen. Dit blijkt uit onderzoek van het Sociaal en Cultureel Planbureau (Plaisier & Draak, 2019). Binnen deze vorm van wonen met zorg is het mogelijk om verpleeghuiszorg te ontvangen, waarbij de financiering van de zorg en huisvesting van elkaar zijn gescheiden. Cliënten van particuliere woonzorg betalen voor de huur van hun appartement met eventueel bijbehorende servicekosten apart van de kosten voor zorg, terwijl bewoners van een regulier verpleeghuis een integraal tarief betalen voor zorg én huisvesting. Hiermee willen de woonzorgvoorzieningen een alternatief vormen voor de reguliere verpleeghuizen. Dit heeft geresulteerd in een groei van het aantal locaties van zo'n 130 locaties in 2013 tot zo'n 350 locaties in 2019. Dit komt naar voren in een studie van het Sociaal en Cultureel Planbureau (Plaisier & Draak, 2019). Volgens het onderzoek maakten er in 2019 zo'n 5.400 ouderen gebruik van particuliere woonzorg. Er woonden destijds circa 108.000 ouderen in een verzorgings- of verpleeghuis. Daarmee komt het aandeel particuliere woonzorg uit op 5% van de markt.

In sommige andere landen is heeft de particuliere woonzorgmarkt een aanzienlijk groter deel van de markt in handen. De particuliere woonzorgmarkt ('for-profit nursing homes') omvatte in 2014 in de Verenigde Staten 70% van de markt en in het Verenigd Koninkrijk zelfs 86% van de markt. Harrington et al. (2017) hebben onderzoek gedaan naar de contextuele verschillen en trends in de groei van for-profit verpleeghuizen in Canada, Noorwegen, Zweden, Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten. Het aandeel particuliere woonzorg in Nederland ligt meer in lijn met Noorwegen (6%).

Oplopende tekorten voor verpleeghuizen

Sinds 2018 stuurt het kabinet aan op het zo lang mogelijk zelfstandig thuis blijven wonen voor ouderen. Volgens het ministerie van Volksgezondheid, Welzijn en Sport is het doel van dit beleid dat ouderen in hun eigen vertrouwde omgeving zelfstandig oud kunnen worden met een goede kwaliteit van leven (Ministerie VWS, 2018). Het kabinet heeft toen besloten om de huidige verpleeghuiscapaciteit van 130.000 niet meer uit te breiden. Een belangrijke aanleiding voor dit beleid is de druk op de arbeidsmarkt. In de zorgsector vormt het tekort aan gekwalificeerd personeel een toenemend probleem. Hierdoor komen de kwaliteit en toegankelijkheid van de zorg in Nederland steeds meer onder druk te staan (IGJ, 2024). Tegelijkertijd blijft de vraag naar zorg toenemen en deze trend zal naar verwachting de komende jaren aanhouden. Uit cijfers van Zorginstituut Nederland blijkt dat het aantal ouderen (verpleging en verzorging) dat wacht op zorg uit de Wlz is opgelopen tot meer dan 20.000. In deze periode zijn de tekorten in de geestelijke gezondheidszorg en gehandicaptenzorg juist stabiel gebleven. Dit is weergegeven in figuur 2. Mede als gevolg van de tekorten in verpleging en verzorging heeft de minister van VWS in 2023 besloten om toch uitbreiding van verpleeghuizen weer toe te staan tot 2030 (Actiz, 2023).

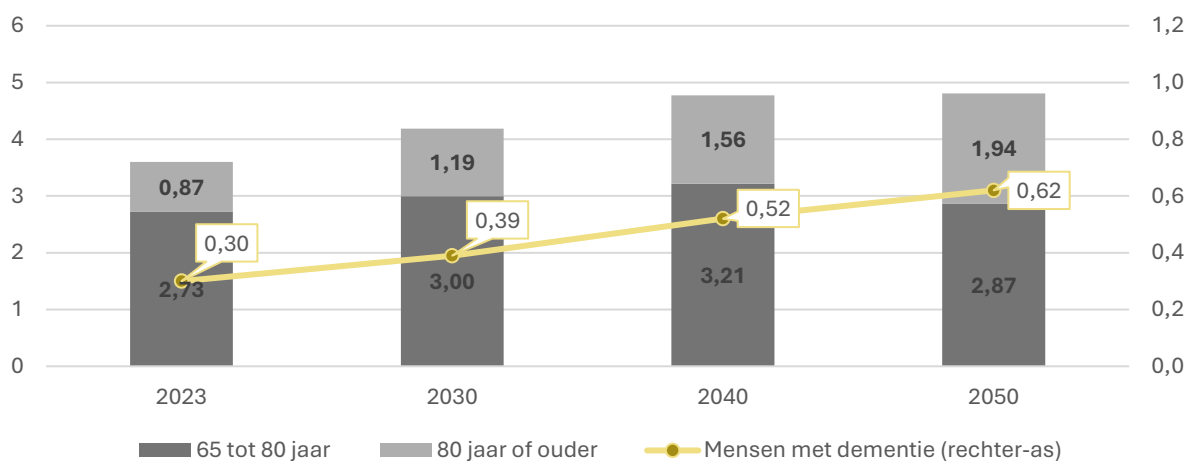
Figuur 2: Aantal wachtenden op Wlz-zorg
bewerkt naar IGJ (2024)



c. Demografisch prognoses

Een van de belangrijkste trends in de demografie van Nederland is de vergrijzing van de bevolking. Deze trend zal van grote invloed zijn op de vraag naar zorg en daarmee ook verpleeghuiszorg. De prognoses van het CBS laten een sterke groei van het aantal ouderen zien tussen 2023 en 2050 (CBS, 2024)¹. De prognose staat beschreven in figuur 3. In totaal neemt het aantal ouderen van 65 jaar en ouder toe met zo'n 1,20 miljoen. Het grootste gedeelte van deze groei is toe te schrijven aan ouderen van 20 jaar en ouder. Deze leeftijdsgroep neemt tussen 2023 en 2050 naar verwachting toe met circa 1,07 miljoen. In 2017 was de gemiddelde leeftijd van een bewoner in een verpleeghuis 86 jaar voor vrouwen en 82 jaar voor mannen (CBS, 2024)¹. Daarmee zijn de tachtigplussers een belangrijk graadmeter voor de vraag naar verpleeghuiszorg. De groei van het aantal tachtigplussers resulteert in een verhoogde vraag naar verpleeghuis zorg. Dit is ook terug te zien in de cijfers van Alzheimer Nederland. Deze organisatie becijfert dat het aantal mensen met dementie zal groeien van zo'n 300.000 in 2023 tot 620.000 in 2050 (Alzheimer Nederland, 2024). Dat is meer dan een verdubbeling in 27 jaar en dit komt neer op een gemiddelde toename van ongeveer 12.000 mensen met dementie per jaar. De toename van het aantal mensen met dementie is ook weergegeven in figuur 3.

Figuur 3: Prognose ontwikkeling aantal ouderen en mensen met dementie (x 1 miljoen) bewerkt nar CBS (2024)¹ & Alzheimer Nederland (2024)



De zorgkantoren hebben in Nederland de verantwoordelijkheid om zorg in te kopen binnen de Wet langdurige zorg die toegankelijk, betaalbaar en kwalitatief goed is. Jaarlijks brengen de zorgkantoren de capaciteitsplannen voor verpleegzorg in kaart. Daarmee kunnen ze per zorgkantorregio beoordelen of er voldoende capaciteit is om de zorgvraag op te vangen. Uit de monitor van de zorgkantoren komt naar voren dat er tussen 2019 en 2030 in totaal 40.000 extra verpleegzorgplekken benodigd zijn (Zorgverzekeraars Nederland, 2024). Dit komt neer op gemiddeld circa 3.600 verpleegzorgplekken per jaar. Deze verpleegzorgplekken kunnen door zowel intramurale verpleeghuizen als door particuliere woonzorg worden ingevuld. Daarbij dient opgemerkt te worden dat de zorgkantoren verwachten dat de vraag naar verpleegzorgplekken harder zal stijgen met de tijd door de toenemende vergrijzing.

Uit deze cijfers blijkt dat de vraag naar verpleeghuizen in de komende decennia verder zal toenemen. Daar zal een invulling aan gegeven moeten worden door zorginstellingen in samenwerking met vastgoedmarkt. Voor een deel zullen de zorginstellingen zelf voor extra verpleegzorgplekken kunnen zorgen, maar naar verwachting zal ook een deel door beleggers opgepakt moeten worden, waarbij de zorginstelling huurt bij de belegger of direct de zorg levert aan de bewoner die als huurder optreedt.

d. Beleggingsmarkt in Nederland

De beleggingsmarkt in zorgvastgoed is ondertussen al een aantal jaren actief. Zorginstellingen weten dus de vastgoedmarkt al te vinden bij de realisatie van nieuwe zorgcomplexen. Zo hebben woningcorporaties en zorginstellingen al een lange band met elkaar. In het volgende deel wordt in ingegaan op de

ontwikkeling van de beleggingsmarkt in Nederland. Ook wordt er stilgestaan bij het eigendom van verpleeghuizen door woningcorporaties. Daarmee wordt een beeld verkregen wie de spelers zijn in de markt, die onder andere invulling moeten geven aan de toekomstige vraag naar verpleeghuizen.

Ontstaan beleggingsmarkt in Nederlands zorgvastgoed

Het zorgvastgoed was in Nederland lange tijd voornamelijk in handen van de zorginstellingen zelf en voor een gedeelte bij woningcorporatie als sociale huisvester. Banken financierden het vastgoed voor de zorginstellingen en voor de complexen in eigendom van de woningcorporaties werden huurcontracten afgesloten (Oostvoorn, 2012). Uit de praktijk zijn er huurcontracten bekend tussen woningcorporaties en zorginstellingen met een leningdekkende huurprijs. De woningcorporatie sloot een lening af voor aankoop van het zorgvastgoed. Op basis van de condities van de lening werd de huurprijs en looptijd vastgesteld. In het geval van een lineaire hypotheek resulteerde dit in een aflopende huurprijs gedurende de looptijd van het huurcontract. In feite werd de woningcorporatie een alternatief voor de bank als financier van het zorgvastgoed.

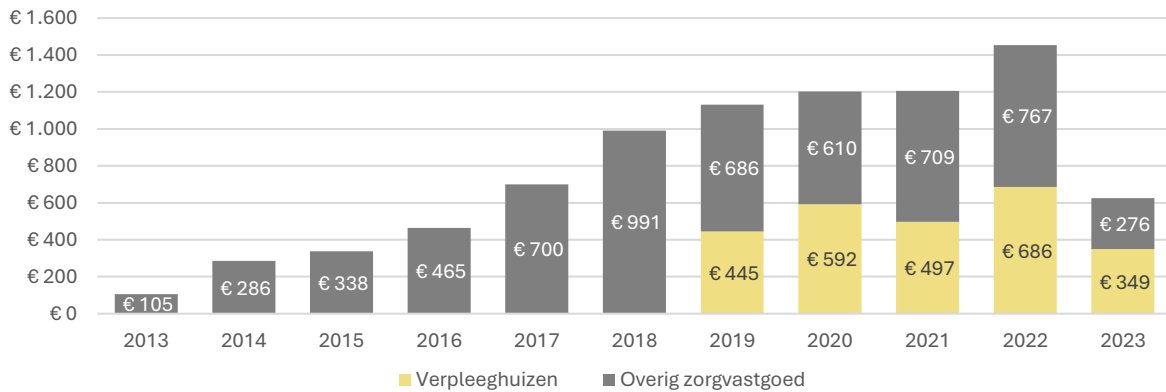
Door een combinatie van omstandigheden werden de woningcorporaties en banken vanaf ongeveer 2010 minder actief in het financieren van zorgvastgoed. Woningcorporaties werden door politieke druk verplicht zich te concentreren op hun kerntaak: het bouwen, verhuren en beheren van sociale huurwoningen. Dit betekende dat zij hun nevenactiviteiten, zoals beleggingen in zorgcentra en winkelpanden, moesten afbouwen. In de Woningwet 2015 werd deze regelgeving formeel vastgelegd (Rijksoverheid, 2024). Tegelijkertijd werden banken geacht om meer kapitaal aan te houden bij het verstrekken van leningen in de nasleep van de kredietcrisis. Dit had gevolgen voor de kredietverstrekking aan zorginstellingen, waardoor het minder makkelijk werd voor zorginstellingen om financiering aan te trekken voor vastgoed (Oostvoorn, 2012). Tot slot zorgde het nieuwe bekostigingssysteem voor zorginstellingen met een vergoeding per bewoner ervoor dat zorginstellingen geen garantie hadden dat hun kapitaallasten werden vergoed, waardoor zij ook risico konden lopen op de vastgoedexploitatie.

Commerciële beleggers hebben op dit vacuüm ingespeeld. Het eerste Nederlandse zorgvastgoedfonds werd al in 2006 opgericht door ING (Oostvoorn, 2012). Na ING volgde ook Achmea in 2010 en Bouwinvest in 2014 met de oprichting van een zorgvastgoedfonds (PropertyNL, 2010; Bouwinvest, 2015). Na de kredietcrisis bouwde ING echter haar directe investeringen in direct vastgoed af, waardoor het fonds al werd opgeheven (BNR, 2012). De fondsen van Achmea en Bouwinvest zijn nog steeds operationeel en uitgegroeid tot een van de grootste zorgvastgoedfondsen in Nederland. Ook buitenlandse beleggers betraden al snel de Nederlandse zorgvastgoedmarkt. Zo kocht het beursgenoteerde Cofinimmo uit België in 2012 al haar eerste zorgobject in Nederland aan (Cofinimmo, 2013). Later volgden er meerdere buitenlandse beleggers, zoals de beursgenoteerde beleggers Aedifica uit België in 2016 en NorthWest Healthcare Properties REIT uit Canada in 2019 (Aedifica, 2024; CBRE, 2019).

Ontwikkeling beleggingsvolumes

Met de eerste aankopen van Achmea, Bouwinvest en Cofinimmo is het beleggingsvolume in de zorgvastgoedmarkt tot ontwikkeling gekomen. Uit cijfers van vastgoedadviseur Capital Value) blijkt dat sinds 2013 de beleggingsvolumes in zorgvastgoed substantieel zijn gegroeid (Capital Value, 2024). In figuur 2 is de ontwikkeling van het beleggingsvolume weergegeven. Met de oprichting van de eerste zorgvastgoedfondsen is het beleggingsvolume in 10 jaar tijd gegroeid van ruim 100 miljoen in 2013 tot bijna €1,5 miljard in 2022. Het jaar 2023 heeft de zorgvastgoedmarkt een dip doorgemaakt als gevolg van de gestegen kapitaalmarktrente en de terughoudendheid van beleggers (Capital Value, 2024). In figuur 4 is ook het aandeel van verpleeghuizen weer gegeven binnen het beleggingsvolume. Dit betreft zowel intramurale verpleeghuizen als particuliere verpleeghuizen, die in verhuurde staat zijn verkocht. Dit betreft substantiële volumes binnen de beleggingsmarkt voor zorgvastgoed. Dit onderschrijft de positie die verpleeghuizen innemen binnen de markt, maar ook de interesse van beleggers om te investeren in de complexen.

Figuur 4: Beleggingsvolume in zorgvastgoed met aandeel verpleeghuizen bewerkt naar Capital Value (2024)



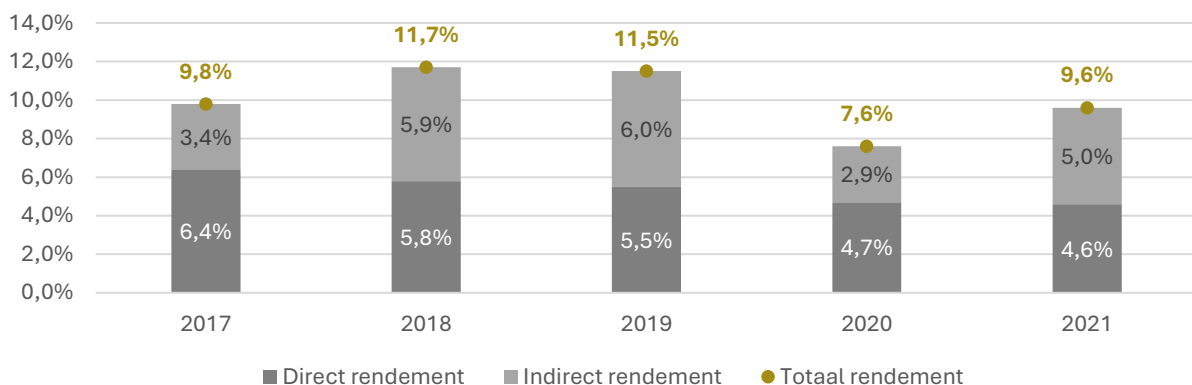
Eigendom bij woningcorporaties

Een groot deel van het Nederlandse zorgvastgoed is in handen van woningcorporaties. Volgens de ‘digitale Verantwoording informatie’ oftewel dVi zouden woningcorporaties in totaal zo’n 91.500 intramurale eenheden in eigendom hebben in 2022 (Overheid, 2024). De dVi is een systeem waarmee Nederlandse woningcorporaties hun bezit en bedrijfsvoering jaarlijks moeten verantwoorden. Het is een gestandaardiseerd rapportagesysteem dat wordt beheerd door de Autoriteit woningcorporaties (Aw). In totaal zijn er 218 woningcorporaties die minimaal 10 intramurale eenheden in bezit hebben. De totale marktwaarde van al het intramurale bezit van woningcorporaties is volgens de dVi ruim €10,0 miljard. Daarmee hebben woningcorporaties een belangrijke positie in de verhuur van verpleeghuizen verworven. Veel bezit is al van oudsher in eigendom bij de woningcorporaties en zij hebben dit bezit in eigendom gehouden.

Rendementsprofiel van de zorgvastgoedmarkt

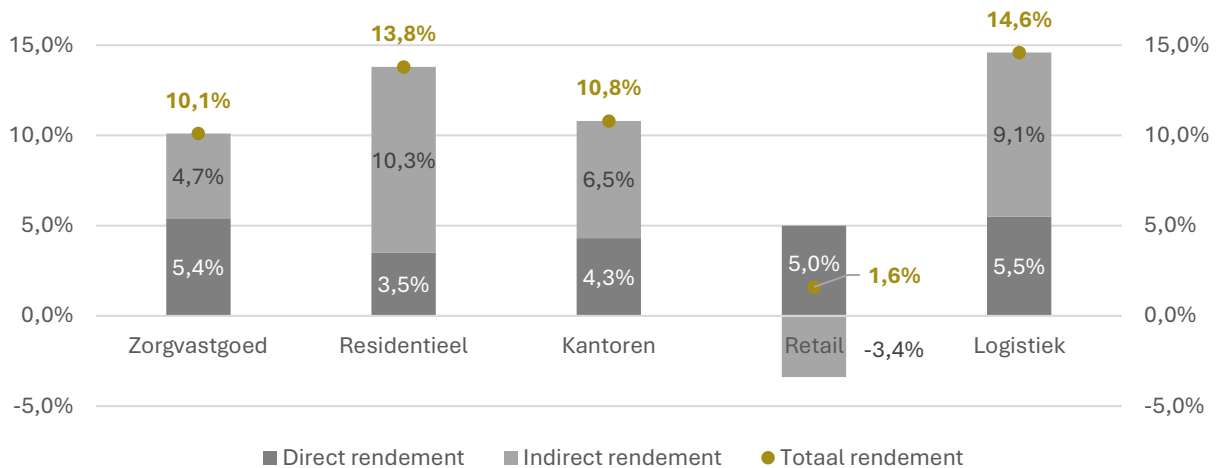
Dan is het tot slot nog interessant om te bekijken welke rendementen behaald worden bij de verhuur van zorgvastgoed en om te achterhalen hoe deze rendementen zijn opgebouwd. Door deze rendementen af te zetten tegen andere markten in de vastgoedmarkt is ook te achterhalen hoe de zorgvastgoedmarkt presteert ten opzichte van de rest van de markt. Uit een artikel van Teuben (2022) die namens Morgan Stanley Capital International (MSCI) onderzoek heeft gedaan naar de rendementen in de zorgvastgoedmarkt blijkt dat over de periode tussen 2017 en 2021 het directe rendement uit de verhuur tussen de 4,6% en 6,4% lag (figuur 5). Samen met het indirecte rendement op het vastgoed als gevolg van veranderde rendementen, markthuren en financiering kwam het totaal rendement uit rond de 10%. Er zijn wel wat fluctuaties te zien in het rendement, maar over het algemeen presteert de zorgvastgoedmarkt aardig stabiel.

Figuur 5: Rendementen op zorgvastgoed in de MSCI Netherlands Annual Property Index, bewerkt naar Teuben (2022)



Deze rendementen heeft MSCI vergeleken met andere vastgoedmarkten in Nederland binnen de MSCI Netherlands Annual Property Index (figuur 6). Daaruit komt naar voren zorgvastgoed redelijk in lijn ligt met de kantoren maar, maar dat zorgvastgoed een beter direct rendement vertegenwoordigt. De residentiële en logistieke markt hebben tussen 2017 en 2021 gemiddeld genomen een stuk beter gepresteerd dan de zorgvastgoedmarkt. Dit is met name te verkaren door de sterke indirecte rendement in deze markten.

Figuur 6: Gemiddelde rendementen MSCI Netherlands Annual Property Index (2017-2021), bewerkt naar Teuben (2022)



2. Eigendomsstructuren zorgvastgoed

Zorginstellingen kunnen geen zorg leveren zonder te beschikken over een locatie waar dit mogelijk is. Daarbij heeft een zorginstellingen verschillende mogelijkheden om dit te structureren. De eenvoudigste optie is om al het vastgoed in eigendom te hebben, waar ook de zorg verleend wordt. Maar er zijn meer structuren mogelijk. Eichholtz et al. (2007) stellen dat het eigendom van zorgvastgoed een strategie is binnen het bedrijfstvastgoed, in vaktermen ook wel 'corporate real estate' genoemd. Zorgvastgoed wordt door de auteurs gekarakteriseerd door de directe link tussen vastgoed en de zorgexploitatie. Daarbij heeft een zorginstelling in feite de keuze tussen twee opties: I) het vastgoed en zorgexploitatie op eigen balans houden of II) (een deel van) het vastgoed huren ten behoeve van de zorgexploitatie. De keuze tussen huren en eigendom wordt in de meeste leerboeken over financiën en investeringen geanalyseerd met behulp van een discounted cash flow-model, aangevuld een analyse van de opties die verband houden met de gebruikerskeuzes voor het vastgoed (Edelstein & Liu, 2016).

De beslissing om vastgoed te huren of te bezitten hangt volgens Diepstraten en Verweij (2022) onder meer af van de visie en strategie van de zorginstelling op dit gebied. In het strategisch vastgoedplan wordt vaak een gewenste verhouding tussen huur en eigendom vastgesteld, evenals een voorkeur voor huur of eigendom voor bepaalde soorten vastgoed. Dit houdt bijvoorbeeld in dat zorginstellingen ervoor kunnen kiezen om het gespecialiseerde vastgoed voor intensieve zorg in eigendom te houden, terwijl het meer gangbare vastgoed wordt verhuurd via de markt (Diepstraten en Verweij, 2022).

a. Integraal eigendom van vastgoed en zorgexploitatie

De zorgverlening en het bijbehorende vastgoed zijn in grote mate verworven met elkaar. Dit pleit ervoor dat de exploitatie en het vastgoed in eigendom is van dezelfde partij. Uit onderzoek van Eichholtz et al. (2007) komt ook naar voren dat de vastgoedrendementen in de Verenigde Staten van geïntegreerde zorgbedrijven (met zowel het vastgoed als de exploitatie in eigendom) hoger liggen dan de vastgoedrendementen van beleggers in zorgvastgoed, waarbij het vastgoed gehuurd wordt. De geïntegreerde zorgbedrijven hebben de mogelijkheid om een consistent en hoogwaardig imago op te bouwen, als ze het vastgoed in eigendom hebben. Volgens Eichholtz et al. (2007) zou deze consistentie verloren kunnen gaan als de eigenaar van het vastgoed mogelijk niet aan de behoeften van de geïntegreerde zorgonderneming kan of wil voldoen.

Financiering van vastgoed in eigendom door zorginstellingen in Nederland

In Nederland financieren de zorginstellingen hun vastgoed voornamelijk bij banken (Diepstraten en Scheitzer, 2012). Al blijkt uit een enquête onder zorginstellingen in 2019 dat alternatieve financieringsvormen in de zorg toenemen (Finance Ideas, 2019). Zorginstellingen wenden zich steeds vaker tot pensioenfondsen, private equity partijen, particuliere beleggers en woningcorporaties voor financiering van hun vastgoed. Dit volgt ook uit de groei van de beleggingsmarkt in zorgvastgoed. Maar het is interessant om de rente te achterhalen, waartegen de zorginstellingen financiering ophalen. CBS heeft de historische ontwikkeling van de rente geanalyseerd uit de jaarrekeningen van Wlz-zorginstellingen sinds 1998. Figuur 7 geeft inzicht in de gemiddelde rente van de geanalyseerde zorginstellingen. Hieruit blijkt dat zorginstelling financiering met een voordelige rente hebben kunnen aantrekken. Sinds 1998 schommelt de rente tussen 1,0% en 3,5%. Tussen 2017 en 2021 was het gemiddelde 1,6% (CBS, 2024)². Als dit afgezet wordt tegen het directe rendementen dat behaald werd op Nederlandse zorgvastgoed van 5,4%, dan lijkt het voor zorginstellingen een stuk voordeliger om zelf het vastgoed te financieren in plaats van te huren op de beleggingsmarkt.

Figuur 7: Historisch ontwikkeling gemiddelde rente WLZ-zorgconcerns bewerkt naar CBS (2024)²



b. Huren van vastgoed door zorginstellingen

Als alternatief voor vastgoed in eigendom hebben zorginstellingen de mogelijkheid om hun vastgoed te huren. De twee belangrijkste manieren om vastgoed te huren is door het verkopen van je eigen vastgoed en terug te huren, of door nieuw vervaardigd vastgoed te gaan huren. Beide vormen worden hieronder beschreven. In de afgelopen decennia wordt het benodigde kapitaal voor zorgvastgoed in toenemende mate voorzien door financiële instellingen, zoals institutionele beleggers, beursgenoteerde vastgoedfondsen, private equity en Real Estate Investment Trusts (REITs) (August, 2022). Deze financiële instellingen financieren het vastgoed en sluiten hiervoor huurcontracten met zorginstellingen. De financiering van zorgvastgoed kan interessant zijn voor financiële instellingen vanwege de toekomstige inkomsten, beschrijft Augustus (2022). De financiële instellingen kunnen de toekomstige inkomsten uit het vastgoed bundelen en verpakken in een effect door middel van 'securitisatie', die op de kapitaalmarkt kan worden verkocht. Securitisatie verwijst naar het uitgeven van effecten (eigendomsbelangen in schulden of kapitaal) die gewaarborgd worden door kasstromen van verschillende soorten activa (August, 2022).

Voor zorginstellingen zijn er verschillende redenen om te kiezen voor huur. Cahill (2006) schreef in zijn artikel over de voordelen voor zorginstellingen in de langdurige zorg om te kiezen voor huur in plaats van eigendom. De belangrijkste voordelen zijn volgens de auteur onder andere (1) behoud van kapitaal, (2) betalingsflexibiliteit, (3) restwaarderisico, (4) belastingvoordelen, (5) operationele flexibiliteit, (6) upgradeflexibiliteit, en (7) flexibiliteit om snel in te spelen op veranderende vereisten. Ook Diepstraten en

Verweij (2022) beschrijven dat het kiezen voor huur in plaats van eigendom verschillende risico's en voordelen voor zorginstellingen met zich meebrengt. Een belangrijk voordeel van huren is dat huren meer flexibiliteit biedt, vooral bij kortere tot middellange huurperioden. Echter, deze flexibiliteit gaat gepaard met minder zekerheid over de exploitatie na het aflopen van het huurcontract. Bovendien kan de veronderstelde flexibiliteit beperkt zijn, aangezien eigendom de optie tot verkoop biedt, wat bij huren niet het geval is. Daarnaast worden met een huurovereenkomst de risico's met betrekking tot onderhoud en waardeontwikkeling verschoven naar de verhuurder (Diepstraten en Verweij, 2022).

Sale-leaseback model

Sale-leaseback heeft een belangrijke rol verworven in zorgvastgoed, waarbij zorginstellingen hun bestaande grond met vastgoed verkopen aan investeerders ("sale") en het vervolgens terughuren ("leaseback") (Talansky & Newburn, 2019). Deze strategie biedt directe kapitaalvrijmaking voor de zorginstellingen, wat kan worden geïnvesteerd in zorgverlening of modernisering van faciliteiten. In de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk wordt dit model al langer toegepast, waar het zorgorganisaties heeft geholpen om liquiditeit te verhogen en financiële flexibiliteit te bieden (August, 2022). Uit het onderzoek van Harrington et al. (2017) komt naar voren dat de meeste grootste for-profit zorgketens in het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten en Canada gebruik maken van sale-leaseback transacties, door de exploitatie- en vastgoedbedrijven op te splitsen in aparte groepen en het terughuren van het vastgoed tegen soms kunstmatig hoge tarieven. Dit zorgt volgens Tellatin et al. (2023) voor gefragmenteerd eigendom, waarbij een operationele entiteit ('operating company' oftewel "OpCo") de zorgexploitatie beheert, terwijl een aparte en soms niet-gerelateerde partij eigenaar is van het onroerend goed ('property company' oftewel "PropCo").

De sale-leaseback transacties hebben volgens Talansky en Newburn (2019) een gemeenschappelijk kenmerk: ze maken gebruik van uitgebreide master lease-regelingen en gebruiken daarbij de regels voor vastgoedbeleggingsfondsen (REITs), die huurinkomsten uit onroerend goed reguleren. Dit resulteert in fiscale voordelen voor zowel de OpCo als de PropCo. Door de master lease-structuur kunnen de huurders (OpCo) in de VS fiscaal aftrekbare huurbetalingen doen in ruil voor het gebruik van de faciliteiten van de PropCo. Deze huurinkomsten zijn niet onderworpen aan vennootschapsbelasting zolang de PropCo voldoet aan de REIT-kwalificaties en de inkomsten uitkeert aan haar aandeelhouders. Op deze manier hebben deze belastingplichtigen op creatieve wijze het REIT-regime en de master lease-structuur benut om op een fiscaal efficiënte wijze waarde te leveren aan de aandeelhouders (Talansky & Newburn, 2019).

Huren van nieuwbouw

Een andere belangrijke methode voor zorginstellingen om vastgoed te huren is het aanhuren van nieuwbouw. Een groot verschil ten opzichte van het sale-leaseback model is dat de zorginstellingen bij het aanhuren van nieuwbouw meestal minder direct invloed kunnen uitoefenen op de huurcondities. Bij de ontwikkeling van nog te bouwen commercieel vastgoed is het gebruikelijk voor ontwikkelaars om een gedeelte of het gehele gebouw voor te verhuren aan een toekomstige huurder, stellen Edelstein en Liu (2016) in hun artikel over de economie van het voorverhuren van commercieel onroerend goed. Zorginstellingen kunnen hiermee voldoen aan hun toekomstige ruimtebehoefte, maar laten de risico's van het ontwikkelproces bij de ontwikkelaar liggen. Door toekomstige huurders vast te leggen vóór de voltooiing van het gebouw, creëert de ontwikkelaar een gegarandeerde kasstroom voor het vastgoedproject. Dit zorgt voor betere financierbaarheid van het project.

De huurcondities komen tot stand door onderhandelingen tussen de ontwikkelaar en de zorginstelling, die in veel gevallen voorafgaand aan de bouw het huurcontract al sluiten. De nieuwbouw kan bij een masterlease volledig afgestemd worden op de wensen en eisen van de zorginstellingen als toekomstig huurder, maar de zorginstelling moet wel tot overeenstemming komen met de ontwikkelaar over de huurcondities. Bij een sale-leaseback heeft de zorginstelling zelf volledig de regie over de huurcondities omdat de zorginstelling zelf ook de verkoper is. Maar bij nieuwbouw wordt het verpleeghuis verkocht door de ontwikkelaar, waarbij de huurcondities met zorginstelling al vastliggen. Zeker in de huidige

vastgoedmarkt kan het een uitdaging zijn voor ontwikkelaar en zorginstelling om tot huurcondities te komen die voor beide partijen acceptabel zijn.

3. Contractvormen bij verhuur van verpleeghuizen

Voor beleggers biedt de zorgvastgoedmarkt een mogelijkheid om te diversifiëren binnen de vastgoedmarkt. Daarbij zijn beleggers op zoek naar maximale huuropbrengsten met een zo laag mogelijke risicoprofiel. Om dit te bewerkstelligen zijn er bij de verhuur van verpleeghuizen verschillende contractvormen mogelijk, die deze doelstelling kunnen ondersteunen. Het is van belang om eerst de belangrijkste huurcondities bij de verhuur van verpleeghuizen, want zodra een langjarig huurcontract is afgesloten heeft de verhuurder weinig mogelijkheden om de huurcondities nog aan te passen. Het bepalen van een huurprijs voor verpleeghuizen op basis van de markthuurprijs is misschien wel het belangrijkste uitgangspunt van een huurcontract. Dit bepaalt het uiteindelijk rendement van de verhuurder. Tot slot wordt er nog aandacht besteed aan de verschillende type huurcontracten, die er mogelijk zijn bij de verhuur van verpleeghuizen en welke motieven verhuurders en huurders hebben om een bepaald type huurcontract aan te gaan. Daarbij wordt er uiteraard uitgebreid stilgestaan bij de triple-net huurcontracten, die afgesloten worden voor verpleeghuizen.

a. Verhuur van verpleeghuizen

In de zorgvastgoedmarkt worden nieuwe huurcontracten gesloten met een looptijd van vijf tot soms zelfs meer dan 20 jaar. Deze lange looptijden zorgen voor stabiliteit in kasstroom van de verhuurder. Een zorginstelling heeft als huurder de zekerheid dat zijn investeringen over een lange periode terug te verdienen zijn. Binnen de zorgvastgoedmarkt wordt over het algemeen meer aandacht besteed aan het opstellen van de huurcontracten dan de koopovereenkomst (Tellatin et al., 2023). Bij een verkooptransactie gaan de koper en verkoper hun eigen weg, terwijl huurder en verhuurder bij het sluiten van een huurovereenkomst vaak nog jaren aan elkaar verbonden zijn.

Belangrijkste huurcondities

Bij het bepalen van de marktwaarde van verhuurde zorgvastgoed spelen de huurcondities een belangrijke rol. In het artikel van Tellatin et al. (2023) gaan de auteurs in op de belangrijkste huurcondities, die een taxateur moet beoordelen bij het opstellen van een taxatie in de Verenigde Staten. Tellatin et al. (2023) komen tot de volgende lijst met de belangrijkste huurcondities:

- Huurder: de kredietwaardigheid, imago en kwaliteit van zorgverlening van de huurder spelen een rol bij het aangaan en beoordelen van een huurcontract.
- Huurperiode: looptijden van 5 tot 20 jaar zijn gebruikelijk voor zorgvastgoed. Kortere looptijden behoeven aandacht voor mogelijke wijzigingen in de nabije toekomst.
- Huurprijs: de (actuele) huurprijs wordt vergeleken met de markthuur van het type zorgvastgoed dat gehuurd wordt.
- Huurverhoging: Jaarlijkse huurverhoging zijn de norm bij de verhuur van zorgvastgoed, maar sommige contracten bevatten ook incidentele huurverhoging, bijvoorbeeld elke 5 jaar.
- Kosten voor verhuurder: de verdeling tussen huurder en verhuurder van alle uitgaven en kosten die verband houden met het gehuurde pand heeft invloed op exploitatie en overige huurcondities.
- Huurwaarborg: De waarborgsom is de vangnet voor verhuurder als huurder zijn financiële verplichtingen niet na komt. De waarborgsom kan gedurende looptijd ook mee stijgen met de huursom.
- Huurgarantie: In aanvulling op de huurwaarborg kan een huurder ook gevraagd worden om een huurgarantie af te geven.
- Financiële vereisten of beperkingen voor de huurder: In het huurcontract kunnen afspraken gemaakt worden, waarbij de huurder verplicht kan worden bepaalde financiële ratio's te behalen. Als dit niet lukt, kan een huurder bijvoorbeeld gedwongen worden om een hogere waarborgsom te betalen.
- Duidelijkheid over beëindiging van de huurovereenkomst: Er kunnen bepalingen opgenomen worden in het huurcontract die voorzien in een soepele overdracht met betrekking tot de exploitatie van het pand bij beëindiging van de huur.

- Optie tot koop voor huurder: In sommige gevallen heeft de huurder een optie tot koop afgedwongen. Er zijn verschillende mogelijkheden om hierin te voorzien.
- Hoofdhuurovereenkomst met meerdere complexen of kruisschuldenclausule: Er is een mogelijkheid om meerdere complexen onder één huurcontract te plaatsen. Deze afhankelijkheid kan gevolgen hebben voor de verhuur of verkoop van de losse complexen.

b. Markthuur bepalen

De markthuur voor een verpleeghuis is een essentiële factor bij het bepalen van de waarde van de faciliteit. Het vaststellen van de juiste markthuur vereist een grondige analyse van diverse factoren, waaronder de locatie, de staat van het gebouw, de concurrentie in de omgeving en de huidige marktcondities voor verpleeghuiszorg. Om de markthuur van een verpleeghuis te bepalen, kunnen er volgens Tellatin et al. (2023) drie methoden gebruikt worden: kostprijsbenadering, inkomstenkapitalisatie en marktvergelijking. Onderstaand wordt kort ingegaan op de verschillende methoden.

1. Kostprijsbenadering

Deze methode houdt in dat de huurprijs de kapitaal- en exploitatielasten moet dekken van het gehuurde inclusief de grondwaarde gedurende de looptijd van het huurcontract. Daarmee zijn de kosten van de verhuurder gedekt. In de praktijk wordt deze methode niet veel gebruikt, aangezien de markthuur grotendeels bepaald wordt door de mogelijkheid van verhuurder om het vastgoed te financieren. Om die reden is het vastgoed vaak in eigendom van de zorginstelling zelf. Deze techniek is vooral geschikt voor zeer gespecialiseerd zorgvastgoed, waarvan meer marktgerichte benaderingen niet beschikbaar zijn. Hierbij valt te denken aan specialistische onderzoekscentra of huisvesting voor zeldzame doelgroep.

2. Inkomstenmethode

Een veel gehanteerde methode voor het bepalen van een markthuur van verpleeghuizen is de inkomstenmethode. Buiten Nederland (voornamelijk in Angelsaksische landen) wordt de exploitatie van verpleeghuizen helemaal uitgepluisd. Dit is waarschijnlijk het gevolg van het grote aandeel 'for-profit' zorgorganisaties in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Canada. Op basis van de winstgevendheid van een verpleeghuis wordt de huurprijs bepaald door gebruik te maken van marktfactor (Tellatin et al., 2023). Een veelgebruikte maat hiervoor is de huurdekkingsratio, die berekend wordt aan de hand van de EBITDAR. Dit staat voor Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization, and Rent (winsten vóór rente, belastingen, afschrijvingen en huur). De markthuur wordt vervolgens bepaald als afgeleide van de winstgevendheid van het verpleeghuis. Om deze methode toe te passen is diepgaande financiële informatie nodig van het verpleeghuis.

In Nederland wordt de inkomstenmethode vooral toegepast door de inkomsten van de vergoedingen voor huisvesting te bepalen. De markthuur betreft een afgeleide van de verwachte inkomsten die toe te rekenen zijn aan huisvesting. Aanbieders van intramurale verpleeghuiszorg ontvangen vergoedingen voor huisvesting op basis van de normatieve huisvestingscomponent (NHC). Deze vergoeding bestaat uit een geïndexeerde jaarlijkse bijdrage die voldoende is om, over de gehele levenscyclus (30 jaar) van een nieuwbouwvoorziening, de rente-, afschrijvings- en instandhoudingsuitgaven te dekken (Nza, 2024). Diepstraten en Verweij (2022) beschrijven dat de huurprijs van verpleeghuizen vaak gebaseerd op de verwachte NHC-opbrengsten. Vervolgens worden er verschillende afslagen van de inkomsten toegepast om tot de uiteindelijke huurprijs te komen. De afslagen zijn afhankelijk van de huurafspraken over investeringen en onderhoud, de reserveringen voor ondersteunende diensten, en de risico's met betrekking tot herijking en onderhandelbaarheid van tarieven (Diepstraten en Verweij, 2022).

3. Marktvergelijking

Tot slot beschrijven Tellatin et al. (2023) in hun artikel de marktvergelijking om tot een markthuur te komen. Deze techniek houdt in dat de huurprijs per eenheid/bed of de vierkante meters van het gebouw worden vergeleken met vergelijkbare huurovereenkomsten (referenties) in de markt. Dit is een gebruikelijke methode in de commerciële vastgoedmarkt en wordt in andere segmenten veelvuldig

gebruikt. Volgens Tellatin et al. (2023) worden de volgende elementen gebruikt om een marktvergelijking van een huurcontract uit te voeren: type huurcontract (van bruto tot netto overeenkomsten), fysieke kenmerken van het vastgoed, locatie, huurverhogingen en eventuele bijdragen bij investeringen in het vastgoed. Bij zorgvastgoed en seniorenhuisvesting zijn er specifieke elementen die meegenomen worden bij de marktvergelijking, zoals huurdekkingsratio, bezettingsgraden en vergoedingen voor zorg. Deze factoren bepalen in grote mate het netto operationeel inkomen van de exploitatie.

c. Triple-net contracten

Een van de belangrijkste elementen van het huurcontract is de verdeling tussen huurder en verhuurder van alle uitgaven en kosten die verband houden met het gehuurde pand. Daarbij heeft de huurder grofweg de keuze tussen een bruto of een netto huurovereenkomst. Mooradian en Yang (2002) beschrijven in hun artikel de keuze voor een huurder om te kiezen voor een bruto of netto huur. De auteurs hanteren daarbij de volgende definities. Een bruto huurcontract is een contract waarbij de verhuurder alle operationele kosten betaalt, inclusief energiekosten, onroerendezaakbelasting, onderhoud en reparatie. Daarentegen betaalt de huurder bij een netto huurcontract zelf een deel of alle operationele kosten. Er worden in de markt een aantal verschillende gradaties gehanteerd voor netto huurcontracten: singel-, double- of triple-net. Onderstaand staan de verschillende vormen beschreven, waarbij gebruik gemaakt is van de definities zoals Weeks et al. (2023) ze gebruikt hebben in hun artikel.

- **Bruto huur:** de verhuurder betaalt alle operationele kosten, inclusief nutsvoorzieningen, onroerendezaakbelasting, opstalverzekering, onderhoud, vervanging en reparatie.
- **Single-net (N) huur:** de huurder betaalt in aanvulling op de huur en nutsvoorzieningen ook de onroerendezaakbelasting, de overige operationele kosten komen voor rekening van verhuurder.
- **Double-net (NN) huur:** de huurder betaalt in aanvulling op de huur en de nutsvoorzieningen ook de onroerendezaakbelasting en opstalverzekering, de overige operationele kosten komen voor rekening van verhuurder.
- **Triple-net (NNN) huur:** de huurder betaalt in aanvulling op de huur en de nutsvoorzieningen alle operationele kosten van het pand, waaronder de kosten voor onroerendezaakbelasting, opstalverzekering, onderhoud, vervanging en reparatie.

Afhankelijk van de verdeling van de kosten tussen huurder en verhuurder wordt de huurprijs aangepast. Bij een triple-net huur zal de verhuurder minder huur ontvangen dan bij een bruto huur, aangezien huurder verantwoordelijk is voor kosten die bij een bruto huur bij verhuurder liggen. Naast kosten loopt een verhuurder ook minder risico bij een triple-net contract, omdat huurder verantwoordelijk is voor het onderhoud en de daarbij behorende kosten.

Beweegredenen voor keuze triple-net

De beweegredenen voor een bruto of netto huurovereenkomsten zijn divers, maar lijken op basis van de literatuur economisch gedreven. Mooradian en Yang (2002) hebben onderzoek gedaan naar de keuze voor een bruto of netto huur, waarbij ze onderzocht hebben wat de invloed van een monopolistische of competitieve markt is op de keuze door een huurder. Dit onderzoek had een algehele focus op commercieel vastgoed en was niet specifiek gericht op verpleeghuizen. Uit het onderzoek van Mooradian en Yang (2002) komt naar voren dat verhuurders de huurprijs in een bruto huurovereenkomst verhogen naar een hoger huurniveau ten opzichte van een netto huurovereenkomst als ze meer monopolistische marktmacht bezitten. Dit komt voort uit het gegeven dat verhuurders over het algemeen voor een lager bedrag onderhoud kunnen uitvoeren dan als huurders dat zelf doen. Dit surplus is in de basis winst voor een verhuurder, maar het surplus loopt de verhuurder mis bij een netto huurovereenkomst. Aangezien de huurverhoging van een bruto huurovereenkomst in een monopolistische markt hoger is, is het aandeel huurders dat kiest voor een netto huurovereenkomst in een monopolistische markt groter dan in een competitieve markt. In Nederland hebben we te maken met een monopolistische zorgvastgoedmarkt met een grote druk op de markt. Zorginstellingen hebben daardoor minder marktmacht dan verhuurders. Dat zou betekenen dat zorginstellingen kiezen voor netto huurcontracten, zodat ze per saldo een lagere huurprijs betalen.

De tweede factor die keuze van het type huurcontract beïnvloedt, is volgens Mooradian en Yang (2002) de intensiteit van het gebruik van het pand door de huurder. Een verhuurder loopt het risico bij het aanbieden van een bruto huurcontract dat huurder het pand zeer intensief gebruikt met eventuele schades tot gevolg, terwijl de verhuurder verantwoordelijk is voor het onderhoud en schades. Dit probleem wordt ernstiger als het verwachte gebruik van het pand informatie is waar enkel de huurder over beschikt en de verhuurder niet. Dit noemen Mooradian en Yang (2002) de asymmetrische informatie over het gebruik en/of de schade aan de gehuurde door de huurder. De auteurs concluderen dat een huurder met een hoog verwacht gebruik van het pand een voorkeur voor een bruto huurcontract zullen hebben, waarbij de verhuurder verantwoordelijk is voor het onderhoud en schades. Daarentegen zal een huurder met een laag verwacht gebruik eerder kiezen voor een netto huurcontract, waarbij de huurder zelf verantwoordelijk is voor onderhoud en schades. Het gebruik van een verpleeghuis zal naar verwachting hoog zijn, omdat de bewoners en personeel er vaak 24 uur per dag aanwezig zijn. Dat zou pleiten voor een bruto huurovereenkomst voor verpleeghuizen.

Op het moment dat huurder voor een triple-net huurovereenkomst kiest, dan heeft verhuurder zelf geen directe invloed op het uitvoeren van jaarlijks onderhoud. In de zorgvastgoedmarkt zijn langlopende huurcontracten gebruikelijk. Als gevolg daarvan zal er gedurende de huurperiode een aanzienlijk hoeveelheid aan onderhoud moeten worden uitgevoerd om het gebouw in de juist technische staat te behouden. Om ervoor te zorgen dat huurders ook het onderhoud ook daadwerkelijk jaarlijks uitvoeren stelt Mair (2019) dat verhuurders van seniorenhuisvesting een minimaal kapitaaluitgaven per jaar wordt vastgelegd in het huurcontract. In een bepaling in het huurcontract wordt een minimum bedrag per jaar of per verpleegzorgseenheid afgesproken. Een huurder zou daarbij wel de mogelijkheid moeten hebben om dit bedrag over meerdere jaren te kunnen verdelen, omdat sommige investeringen hoger zullen liggen dan het jaarlijks gemiddelde.

Performance van triple-net huurovereenkomsten

REITs zijn sterk vertegenwoordigd in de beleggingsmarkt in zorgvastgoed en seniorenhuisvesting in de Verenigde Staten. Een aantal van deze investeringsfondsen bezitten zelfs portefeuilles van meer dan €10 miljard (Teuben, 2022). Allen et al. (2023) hebben onderzoek gedaan naar de relatieve prestaties van Amerikaanse REIT's met volledige triple-net verhuurde vastgoedportefeuilles. Daarbij is de relatie tussen triple-net vastgoedportefeuilles en de operationele efficiëntie, winstgevendheid en waarde van bedrijven onderzocht. Uit het onderzoek van Allen et al. (2023) komt naar voren dat REITs met een triple-net vastgoedportefeuille een hogere operationele efficiëntie hebben dan niet triple-net portefeuilles. De auteurs stellen dat de hogere efficiëntie voorkomt uit de aard van triple-net leases, waarbij de operationele last van het vastgoed bij de huurder ligt. Dit vermindert de operationele complexiteit voor een REIT met een hogere efficiëntie. Daarentegen toont het onderzoek een negatieve relatie aan tussen triple-net vastgoedportefeuilles en zowel de winstgevendheid als waarde van het bedrijf. De auteurs veronderstellen dat de negatieve relatie wordt veroorzaakt door ofwel het significante verschil in grootte in vergelijking met niet triple-net REIT's, of door de relatief lagere financieringsratio's die door niet triple-net REIT's worden gebruikt om activa te financieren. In het onderzoek wordt de suggestie gewekt dat triple-net REIT's de neiging hebben kleiner in omvang te zijn en lagere leverage niveaus te hebben.

Fiscale en juridische aspecten

De verhuur van verpleeghuizen via een masterlease met één huurder biedt beleggers de mogelijkheid om huur te ontvangen van alle bewoners in een verpleeghuis. In feite betalen de bewoners vaak geen huur, maar wordt er een integrale vergoeding betaald waar huisvesting een onderdeel van is. Volgens Talanky en Newburn (2019) kan het inkomen van een verpleeghuis voor een belegger zich op die manier classificeren als huur voor belastingdoeleinden. Dat is belangrijk voor Amerikaanse REITs aangezien zij aan bepaalde eisen moeten voldoen om de REIT status te behouden. Volgens de auteurs moeten de REITs elk jaar voldoen aan 2 inkomenseisen om aan te tonen dat het inkomen passief van aard is. De eerste test vereist dat voor elk belastingjaar minstens 95 procent van de bruto-inkomsten moet worden verkregen uit de verhuur van onroerend goed of andere activiteiten die direct gerelateerd zijn aan het verkopen of verhuren van onroerend goed. De tweede test vereist dat naast minstens 75 procent van het inkomen moet worden

verkregen uit vastgoedinvesteringen, waaronder huurinkomsten van onroerend goed. Triple-net huurcontracten worden door beleggers onder andere gebruikt om te voldoen aan de inkomenseisen.

4. Taxeren van verpleeghuizen

Als laatste onderdeel van het literatuuronderzoek wordt er aandacht besteed aan het taxeren van verpleeghuizen. Later zal er in dit onderzoek met taxateurs in gesprek getreden worden over het bepalen van de marktwaarde van verpleeghuizen. Om dit gesprek goed onderbouwd aan te gaan, is het essentieel om stil te staan bij de essentiële en waardebepalende onderdelen bij het inschatten van een marktwaarde van een verpleeghuis. De vraag is namelijk of er in de literatuur al bewijs is of het type huurcontract invloed heeft op de waarde van het vastgoed.

Rekenmethodes bij taxaties

Als alle huurcondities zijn vastgelegd in een huurcontract, dan is het mogelijk om de marktwaarde van het verpleeghuis te bepalen. Het artikel van Tellatin et al. (2023) beschrijft de meest gebruikte methode bij het bepalen van de marktwaarden van verpleeghuizen. De auteurs beschrijven dat taxateurs de inkomenskapitalisatiebenadering als meest gangbaar beoordelen. Er zijn 2 technieken binnen de inkomenskapitalisatiebenadering: directe kapitalisatiebenadering of contante kasstroombenadering ('discounted cashflow'). De directe kapitalisatiebenadering bepaalt de marktwaarde door de actuele contractuur te vermenigvuldigen een toegespitst kapitalisatieratio. Deze ratio wordt bepaald op basis van referenties uit de markt en een vergelijking met het betreffende verpleeghuis. Bij de contante kasstroombenadering worden de verwachte huren gedurende de verwachte looptijd van de huurovereenkomst (of de beschouwingsperiode van de taxatie) en de eindwaarde van het onroerend goed aan het einde van de huurovereenkomst (of beschouwingsperiode) verdisconteerd naar de huidige waarde met behulp van een marktafgeleide disconteringsvoet. Beide technieken worden toegepast, maar over het algemeen wordt de contante kasstroombenadering in de markt als standaard aangehouden. Dit beschrijft de Nederlands Register Vastgoed Taxateurs (NRVT) in de Nederlandse vertaling van het beleid van de International Valuation Standards Council (IVSC) (NRVT, 2022).

Stappenplan bepalen marktwaarde

Volgens Tellatin et al. (2023) zijn er 5 stappen die doorlopen moeten worden om de marktwaarde een verpleeghuis te bepalen bij de inkomenskapitalisatiebenadering. De NRVT heeft het in haar handboek over vergelijkbare stappen bij de Discounted Cash Flow (DCF)-methode, maar NRVT besteedt ook aandacht aan het bepalen van de beschouwingsperiode en eindwaarde (NRVT, 2023). Beide stappenplannen zijn gebruikt om tot een stappenplan te komen voor het bepalen van de marktwaarde van een verhuurd verpleeghuis. In het stappenplan wordt uitgegaan van de contante kasstroombenadering.

1. Bepaal de meest geschikte beschouwingsperiode, waarover de kasstroom zal worden geprognoseerd.
2. Analyseer belangrijkste huurcondities binnen de huurovereenkomst.
3. Vergelijk de contractuur met de markthuur en meet deze huren aan de netto operationele inkomsten vóór huur van de huurder indien beschikbaar (EBITDAR).
4. Bepaal de waarschijnlijkheid van leaseverlengingen of -vernieuwingen, of het uitoefenen van een koopoptie, volgens de voorwaarden en condities van de huurovereenkomst.
5. Stel de eindwaarde van het object aan het einde van de beschouwingsperiode vast.
6. Ontwikkel een interne disconteringsvoet op basis van het object, de huurcondities en vergelijkbare marktreferenties..
7. Pas de disconteringsvoet toe op de geraamde toekomstige kasstroom, inclusief de eventuele eindwaarde

Exploitatielasten bij een triple-net huurcontract

Zoals eerder beschreven betaalt de huurder bij een triple-net huurcontract in aanvulling op de huur en de nutsvoorzieningen ook alle operationele kosten van het pand. Dat betekent dat de exploitatielasten geen onderdeel vormen van de marktwaarde taxatie, aangezien de waardering vanuit het perspectief van de

verhuurder wordt opgesteld. De exploitatielasten voor de huurder zijn niet altijd inzichtelijk voor de taxateur. Dat maakt het voor een taxateur lastig om een goede inschatting te maken van de contracthuur in relatie tot de markthuur, aangezien elk pand weer andere exploitatielasten met zich meebrengen. Dit probleem werd in 1991 al in een artikel beschreven door Nelson. Het is volgens Nelson zaak voor de taxateur om de netto huurprijs voor de huurder te bepalen door de bruto huur op basis van triple-net te verminderen met de verwachte exploitatielasten. Deze netto huurprijs kan vergeleken worden met referenties van markthuren met brutohuurcontract. Taxateurs moeten volgens Nelson (1991) bij het bepalen van operationele inkomsten van de huurder verder kijken dan enkel een vergelijking met de markthuur, zodat ook de verwachte exploitatielasten van de huurder meegenomen worden bij de berekening.

Geen bewijs over de invloed van een triple-net huurcontract op waarde vastgoed

Het literatuur heeft niet geresulteerd in onderzoeken die aantonen wat de invloed is van een triple-net huurcontract op de marktwaarde van het vastgoed. Het onderzoek van Allen et al. (2023) geeft inzicht wat de prestaties van de belegger op bedrijfsniveau zijn, maar het onderzoek toont niet aan dat het type huurcontract direct invloed heeft op de waarde van het vastgoed. Er wordt in artikelen met name benoemd dat het belangrijk is om de bruto en netto huurinkomsten voor de verhuurder en huurder inzichtelijk te maken (Nelson, 1991; Mooradian & Yang, 2002; Tellatin et al., 2023), maar er wordt geen empirisch bewijs geleverd wat de invloed is op de waarde van het vastgoed.

5. Beantwoording deelvragen

Op basis van het literatuuronderzoek kunnen al enkele deelvragen van het onderzoek (gedeeltelijk) worden beantwoord. Hieronder wordt antwoord gegeven op de eerste drie deelvragen, voor zover dit mogelijk is op basis van het literatuuronderzoek.

Hoe is de Nederlandse zorgvastgoedmarkt opgebouwd en hoe groot is de rol van verpleeghuizen voor ouderen binnen deze markt?

De Nederlandse zorgvastgoedmarkt is al de jaren '50 ontstaan om huisvesting te bieden aan ouderen en zorgbehoevenden. Lange tijd waren het vooral de woningcorporaties, die investeerde in verpleeghuizen, maar sinds 2013 zijn ook commerciële beleggers actief geworden op de zorgvastgoedmarkt. Sindsdien is de markt sterk gegroeid en vormen verpleeghuizen een belangrijk onderdeel in de zorgvastgoedmarkt. Uit cijfers blijkt dat iets minder dan de helft van het jaarlijks beleggingsvolume in zorgvastgoed vertegenwoordigd wordt door (intramurale en particuliere woonzorg) verpleeghuizen. In totaal zouden er ongeveer 130.000 verpleeghuiseenheden in Nederland zijn. De zorgmarkt kampt met tekorten voor verpleeghuizen. Deze tekorten richten zich voornamelijk op ouderen, waar een tekort van ruim 20.000 verpleeghuiseenheden zou zijn. De tekorten voor gehandicapten en geestelijke gezondheidszorg zouden volgens de cijfers van aanzienlijk kleiner zijn (minder dan 1.000 wachtenden). Op basis van deze informatie kan gesteld worden dat verpleeghuizen voor ouderen een belangrijke rol vervullen in de Nederlandse zorgvastgoedmarkt.

Wat zijn de motieven achter de keuze voor of tegen het gebruik van een triple-net huurcontract?

De literatuur gaat voornamelijk uit van een economisch gedreven keuze voor een triple-net huurcontract. Voor de huurder geldt dan: welke optie is het goedkoopst? Daarbij dient wel rekening gehouden te worden of de huurder te maken heeft met een monopolistische competitieve markt. Binnen de zorgvastgoed zijn er aanzienlijke tekorten voor verpleeghuiseenheden, dus kan er gesteld worden dat dit een monopolistische markt betreft waar de verhuurder meer marktmacht heeft dan de huurder. Dat zou betekenen dat zorginstellingen kiezen voor netto huurcontracten, zodat ze per saldo een lagere huurprijs betalen. Verhuurders zijn namelijk geneigd om de huurprijs van een bruto huurcontract meer te verhogen dan enkel de exploitatielasten. Als gekeken wordt naar de intensiteit waar zorginstellingen een verpleeghuis mee verwachten te gebruiken, dan zou de voorkeur eerder liggen bij een bruto huur. In dat geval is de verhuurder verantwoordelijk voor het onderhoud, dat vanwege het intensieve gebruik naar verwachting hoger ligt.

Voor de verhuurder is de keuze voor een triple-net financieel gedreven, omdat de literatuur ervan uitgaat dat de verhuurder volledige controle heeft over de huurprijs en huurcondities. In dat geval kan een verhuurder een netto of bruto huurprijs voorstellen die altijd gunstig is voor de verhuurder. Uit onderzoek blijkt dat verhuurders met triple-net portefeuilles een hogere efficiëntie hebben op bedrijfsniveau, omdat alle operationele lasten van het vastgoed bij de huurder liggen. De keerzijde hiervan is dat het onderzoek een negatieve relatie aantoont tussen triple-net vastgoedportefeuilles en zowel de winstgevendheid als waarde van het bedrijf. Verhuurder lijken dus rendement te laten liggen door het aangaan van triple-net huurcontracten.

Hoe waarden taxateurs de verschillende huurcontracten en welke aspecten van verpleeghuizen beïnvloeden de waarde van het vastgoed?

De meest gebruikte methode bij het bepalen van de marktwaarden van verpleeghuizen is de inkomenskapitalisatiebenadering. Een essentieel onderdeel daarvan is een beoordeling van de huurcondities. Een selectie van de belangrijkste huurcondities zijn: huurder, huurperiode, huurprijs, huurverhoging en kosten voor verhuurder. De laatstgenoemde betreft de verdeling van exploitatielasten tussen huurder en verhuurder. Dit kan variëren van een volledige bruto huurprijs tot een (triple)-netto huurprijs, waarbij de huurder verantwoordelijk is voor alle exploitatielasten gerelateerd aan het vastgoed. De verdeling wordt vastgelegd in het huurcontract en wordt vervolgens vertaald in de huurprijs. Het bepalen van de huurprijs gebeurt aan de hand van de inkomstenmethode, waarbij geanalyseerd wordt welke huurprijs de zorginstelling zou kunnen betalen op basis van de inkomsten uit de zorg- en vastgoedexploitatie. Uit de literatuur is geen bewijs naar voren gekomen dat het type huurcontract invloed heeft op de marktwaarde van het vastgoed. Het is wel belangrijk voor taxateurs om bij de waardering van verpleeghuizen aan te sturen op de netto huurinkomsten, omdat dit zorgt voor vergelijkbaarheid tussen bruto en netto huurcontracten.

Methodologie

De literatuur biedt een goed overzicht van de onderliggende theorieën bij de verhuur van zorgvastgoed en in het specifiek verpleeghuizen. Ondanks dit theoretisch kader blijft een aantal zaken onderbelicht. De literatuur ziet voornamelijk toe op de ontwikkeling van de markt en de eigendomsstructuur waar de marktpartijen gebruik van maken. Voor de zorginstellingen gaat het om de keuzen tussen het in eigendom houden van vastgoed of juist gaan huren. Voor beleggers wordt onderbouwd welke optimalisaties er mogelijk zijn binnen de verhuursituatie door verschillende type huurcontracten aan te gaan.

Echter mist de praktische onderbouwing hoe bijvoorbeeld de huidige verdeling van huurcontracten met verpleeghuizen in Nederland is en waarom er gekozen wordt voor een bepaalde huurcontract. De logica van die keuze en de invloed op het vastgoed krijgen weinig aandacht in de literatuur. Het doel van dit onderzoek is om een aanvulling te geven op de literatuur door een analyse te geven van de verhuur van verpleeghuizen op de Nederlandse markt. Daarmee zou de keuze voor een bepaalde eigendomsstructuur of een type huurcontract beter te verklaren moeten zijn en kan ook een beter advies gegeven worden.

1. Assumptieontwikkeling

Op basis van de literatuur zijn er enkele assumpties ontwikkeld, die getoetst zullen worden bij marktpartijen om te achterhalen of de theorie overeenkomt met de praktijk. Onderstaand zijn de 4 assumpties beschreven inclusief de onderbouwing die volgt uit de literatuur.

- A. *De keuze voor het huren van verpleeghuizen in plaats van eigendom wordt gedreven door flexibiliteit en een reflectie van het risico.*

In Nederland is er al vanaf de Tweede Wereldoorlog sprake van een tekort aan seniorenhuisvesting. Om ervoor te zorgen dat er nieuwe faciliteiten gerealiseerd worden werken zorginstellingen al lang samen met de vastgoedmarkt. In eerste instantie werd er vooral met woningcorporaties samengewerkt, maar in de afgelopen decennia zijn daar ook (commerciële) beleggers aan toegevoegd. Als gevolg hiervan is de beleggingsmarkt in zorgvastgoed uitgegroeid tot een volwaardige asset class in de vastgoedmarkt.

Uit onderzoek van Eichholtz et al. (2007) komt ook naar voren dat de vastgoedrendementen in de Verenigde Staten van geïntegreerde zorgbedrijven (met zowel het vastgoed als de exploitatie in eigendom) hoger liggen dan de vastgoedrendementen van beleggers in zorgvastgoed, waarbij het vastgoed gehuurd wordt. Dit is in Nederland bijvoorbeeld ook terug te zien in de lagere gemiddelde rente van Wlz-zorginstellingen ten opzichte van het directe rendement dat beleggers op zorgvastgoed maakte. Echter levert het huren van zorgvastgoed ook voordelen op voor de zorginstelling, waarbij de risico's van het vastgoed gedeeld worden met de verhuurder. Dit levert onder andere operationele flexibiliteit op en zorgt ervoor dat zorginstellingen sneller kunnen inspelen op veranderende marktomstandigheden (Cahill, 2006)

- B. *De keuze voor het type huurcontracten tussen eigenaars en gebruikers van verpleeghuizen is rationeel verklaarbaar en financieel gedreven.*

De keuze voor een bruto of netto huurcontract lijkt op basis van de literatuur financieel gedreven. Met name het onderzoek van Mooradian en Yang (2002) toont aan dat huurders zullen kiezen voor de optie, die het voordeligst is. Daarbij is het belangrijk om vast te stellen of je te maken hebt met een competitieve markt en monopolistische markt. In Nederland hebben we te maken met een monopolistische zorgvastgoedmarkt. Dat zou betekenen dat de huurder een voorkeur voor een triple-net huurcontract zullen hebben. Verhuurders zullen in een voorkeur hebben voor een bruto huurcontract. Daarbij gaan ze ervan uit dat zij het onderhoud voordeliger kunnen uitvoeren dan een zorginstelling. Een verhuurder kan dit surplus bij een bruto huurcontract houden, waardoor zijn winst verhoogd wordt.

Verhuurders kunnen hun operationele efficiëntie verhogen door triple-net huurcontracten aan te gaan. Dit komt naar voren in het onderzoek van Allen et al. (2023). De huurder is verantwoordelijk voor de uitvoering van operationele zaken, waardoor de verhuurder zijn organisatie efficiënter kan inrichten. Dit gaat echter wel ten koste van de winstgevendheid en de waarde van het bedrijf.

- C. *De risico's van de vastgoedexploitatie zijn gedurende de looptijd van een triple-net als een bruto huurcontract gelijk aan elkaar.*

Bij een triple-net huurcontract wordt de huurder verantwoordelijk voor alle operationele kosten, die verbonden zijn aan de vastgoedexploitatie. De verhuurder kan zelf geen directe invloed uitoefenen op bijvoorbeeld het onderhoud, wat voor rekening en risico van de huurder komt. De wordt verdisconteerd in de huurprijs, die evenredig wordt aangepast. Mooradian en Yang (2002) benoemen dat verhuurders over het algemeen tegen lagere kosten het onderhoud kunnen uitvoeren dan als huurders dit doen. Daarnaast beschrijft Mair (2019) dat het gebruikelijk is voor verhuurders om een minimale kapitaalinvesteringen per jaar op te nemen in een triple-net huurcontract. Uit de literatuur komt geen aanvullende risico naar voren voor de vastgoedexploitatie gedurende de looptijd van het huurcontract.

- D. *De marktwaarde van het vastgoed van verpleeghuizen met een triple-net huurcontract ligt hoger dan die van verpleeghuizen met een ander type huurcontracten.*

Bedrijven met triple-net portefeuilles hebben een lagere winstgevendheid en waarde van het bedrijf (Allen et al., 2023). Dat zou betekenen dat ze relatief gezien minder rendement halen uit vastgoed met triple-net contracten dan uit vastgoed met een andere type huurcontract, omdat triple-net contracten minder risico met zich meebrengen. Als de netto huurstroom voor beide type vastgoed gelijk zou zijn, dan een belegger met triple-net contracten meer bereid zijn te betalen voor het vastgoed. Dat resulteert in een hogere waarde voor het vastgoed, maar lagere winstgevendheid en daarmee ook de waarde van het bedrijf. De marktwaarde van het vastgoed van verpleeghuizen met een triple-net huurcontract zou hoger moeten zijn dan van verpleeghuizen met een andere type huurcontract.

2. Methodologie

Om de onderzoeksvragen en de assumpties te onderzoeken zijn er verschillende vormen van onderzoek uitgevoerd. Eerst wordt er een enquête uitgezet onder beleggers en woningcorporaties, die actief zijn in de Nederlandse zorgvastgoedmarkt. Daarmee kan een beeld gevormd worden hoe de markt omgaat met huurcontracten met verpleeghuizen en op welke wijze de huurcontracten worden ingezet. Vervolgens worden er drie diepte-interviews gehouden met deelnemers van de enquête om een beter beeld te krijgen bij hun verhuurstrategie. Tot slot worden er drie interviews met taxateurs gehouden, om te achterhalen hoe zij de verschillende type huurcontracten vertalen in de marktwaarde van verpleeghuizen. Dit wordt gedaan door een interview te houden, waarin de taxateurs ook gevraagd wordt om een casus uit te werken. Hieronder worden de verschillende methoden toegelicht.

a. Enquete

Het doel van de enquête is om een beeld te krijgen hoe verhuurders van verpleeghuizen omgaan met triple-net huurcontracten en wat hun strategie daarbij is. Ook de frequentie van het toepassen van triple-net huurcontracten bij de verhuur van verpleeghuizen komt aan bod. De enquête zal voor het eerst een kwantitatieve indicatie geven van het percentage verpleeghuizen in Nederland dat verhuurd wordt met een triple-net huurcontract. Bovendien wordt onderzocht of er sprake zal zijn van een toename of afname in de toepassing van triple-net huurcontracten in de toekomst. Dit zorgt voor een praktische toepasbaarheid van de literatuur in de Nederlandse zorgvastgoedmarkt.

Selectie uit de populatie

De populatie voor de enquête betreft verhuurders van verpleeghuizen in Nederland. Het is niet bekend hoeveel dat er exact zijn. Uit de dVi blijkt dat er 218 woningcorporaties zijn, die minimaal 10 intramurale eenheden in bezit hebben. Daarnaast zijn er nog veel andere beleggers actief. Capital Value is actief als adviseur op de beleggingsmarkt van zorgvastgoed. Vanuit die rol spreekt Capital Value regelmatig beleggers als onderdeel van een verkooptraject of andere activiteiten in de markt. Ook bestudeert en analyseert Capital Value het beleggingsvolume in Nederlands zorgvastgoed, waardoor het inzichtelijk is wel beleggers en woningcorporaties actief zijn op de beleggingsmarkt van zorgvastgoed.

Uit deze groep is een selectie gemaakt voor de enquête uit twee groepen: beleggers en woningcorporaties. Binnen de groep beleggers zijn beleggers geselecteerd, die de afgelopen jaren actief waren in de aankoop van verpleeghuizen. In totaal zijn er 10 beleggers benaderd voor de enquête. De achtergrond van de belegger is verschillend. Dit betrof bijvoorbeeld binnenlandse en buitenlandse beleggers met een specifiek vastgoedfonds voor zorgvastgoed, maar de financiering van de fondsen is uiteenlopend. Hieronder vallen investment managers, die namens pensioenfondsen, verzekeraars of andere instellingen direct in zorgvastgoed beleggen. Er zijn ook beursgenoteerde vastgoedfondsen benaderd, die zich specifiek op zorgvastgoed richten. Daarnaast zijn er vastgoedfondsen benaderd, die namens particulieren investeren in zorgvastgoed. Alle vastgoedfondsen hebben een gemeenschappelijke deler: ze investeren direct in verhuurde verpleeghuizen.

Naast de groep beleggers zijn er ook woningcorporaties benaderd. Uit een analyse van de database van dVi blijkt dat er in totaal 10 woningcorporaties zijn, die 1.300 of meer intramurale eenheden in bezit hadden in 2022. Van deze 10 woningcorporaties zijn er 9 benaderd voor de enquête. De enige corporatie die niet benaderd is, was Stichting Vestia. Deze woningcorporatie is per 1 januari 2023 opgesplitst in 3 nieuwe woningcorporaties, waarbij het bezit van Vestia verdeeld is over de nieuwe entiteiten. Daarmee kon op basis van de dVi 2022 niet achterhaald worden hoeveel intramurale eenheden de verschillende nieuwe corporaties in bezit hadden. In totaal hadden de 9 benaderde woningcorporaties volgens de dVi circa 27.100 intramurale eenheden in eigendom.

Methodologie

De enquête bestond uit 14 verschillende vragen. Dit waren zowel gesloten als open vragen. De enquête is opgebouwd van grof naar fijn. De openingsvraag was de functie binnen de organisatie van de geënquêteerde. Vervolgens werden er een aantal algemene vragen over de zorgvastgoedmarkt gesteld om te kunnen achterhalen over specialisatie van de organisatie, hoe lang de organisatie al in Nederlandse verpleeghuizen investeert en wat de motivatie daarvoor is. Daarna worden er 4 (semi)gesloten vragen gesteld om een goede inventarisatie te maken over het aantal verpleeghuizen, eenheden, type verpleeghuizen en aandeel triple-net contracten dat de organisatie in bezit heeft. Tot slot zijn er verschillende open vragen gesteld om de geënquêteerden de ruimte te geven om de beweegredenen achter het al dan niet aangaan van triple-net contracten toe te lichten, maar ook om te beschrijven hoe ze in de toekomst om willen gaan met triple-net contracten.

De structuur en opzet van de enquête is vooraf met mijn eerste scriptiebegeleider besproken. De exacte formulering en volgorde van de vragen is in overleg met een collega van het Research & Consultancy team afgestemd. Daarmee heeft er een controle plaatsgevonden op de inhoud van de enquête.

Data-analyse

In totaal is de enquête per mail naar 19 contactpersonen gestuurd, waarin een korte beschrijving van het onderzoek en een link naar de enquête via Google Forms beschreven stond. De mail is per geënquêteerde met persoonlijke aanhef verstuurd om een zo hoog mogelijke responsiegraad te behalen. De enquête zelf is via Google Forms opgemaakt, zodat de geënquêteerden eenvoudig en vertrouwd hun antwoord konden geven. De antwoorden konden geëxporteerd worden naar een Excel-document voor de analyse. Na het versturen van de mail is bijgehouden welke personen de enquête had ingevuld. Naar de personen die de enquête niet invulden zijn een reminder verstuurd na 1 week en eventueel ook nog na 2 weken.

b. Diepte-interviews

Het doel van de enquête was om een algeheel beeld te krijgen hoe vaak de zorgvastgoedmarkt triple-net huurcontracten aangaat en wat grofweg de beweegredenen hiervoor zijn. Binnen de enquête was er weinig ruimte om meer de diepte in te gaan met de geënquêteerden. Echter boden de resultaten van de enquête wel de mogelijkheid om enkele gerichte interviews te houden met organisaties, die een verschillende strategieën hanteren als het gaat om het gebruik van triple-net contracten met verpleeghuizen. Daarmee kunnen de diepte-interviews gebruikt worden om de verschillende strategieën te achterhalen.

Selectie uit de populatie

In totaal zijn er 3 diepte interviews gehouden met respondenten, die deelgenomen hebben aan de enquête. Om ervoor te zorgen dat de diepte-interviews een breed beeld geven van de strategieën, die de marktpartijen hanteren, is er gekozen om de volgende type organisaties te interviewen:

- Een organisatie die het aantal triple-net contracten wil uitbreiden
- Een organisatie die het aantal triple-net contracten wil verminderen
- Een organisatie die op dit moment geen gebruik maakt van triple-net contracten en dat ook niet van plan is op termijn

Deze selectie zou een goede steekproef om de verhuurstrategie voor verpleeghuizen te bepalen.

Methodologie

De interviews werden opgebouwd in verschillende onderdelen. Per onderdeel werd er een aantal vragen gesteld, maar er werd geen vast patroon aangehouden bij het interview. Dit bood de mogelijkheid om soms dieper op een gegeven antwoord in te gaan. In de basis werd het interview opgebouwd door eerst het beleid omtrent triple-net contracten te bespreken, gevolgd door het acquisitieproces voor de aankoop van nieuwe verpleeghuizen. Daarna werd een aantal vragen gesteld om het exploitatieproces en de risico's te bespreken. Tot slot werd het interview afgesloten door de invloed van het type huurcontract op de marktwaardetaxatie door taxateurs te behandelen.

Data-analyse

De interviews zijn gehouden door te videobellen met de contactpersonen. Dit is gedaan door gebruik te maken van Microsoft Teams. Dit medium biedt de mogelijkheid om het interview op te nemen, zodat dit later terug bekeken en beluisterd kan worden. Daarnaast biedt Microsoft Teams de mogelijkheid om het opgenomen interview te transcriberen. Er is gebruik gemaakt van die mogelijkheid en vervolgens is de transcriptie handmatig aangepast door nogmaals het interview af te spelen.

Om op gestructureerde wijze bevindingen uit de interviews te halen, zijn de transcripties gesegmenteerd en gecodeerd. Door het segmenteren wordt een beter overzicht verkregen en kunnen de interviews met elkaar vergeleken worden. Er is gebruik gemaakt van 4 segmenten, die afgestemd zijn op de assumpties. De letter van het segment is gelijk aan de letter van de assumpties eerder in dit hoofdstuk:

- A. De keuze voor de eigendomsstructuur
- B. De keuze voor het type huurcontract
- C. De risico's van de vastgoedexploitatie
- D. De invloed op de marktwaarde

Vervolgens zijn de zinnen of passages op basis van selectief coderen voorzien van een cijfer binnen het segment. Op die manier zijn de uitspraken die gedaan zijn in de interviews gegroepeerd per segment, maar kan er verwezen worden naar bepaalde uitspraken zoals A1 of B2. Aan deze code kan dan nog een nadere toelichting of interpretatie gegeven worden.

c. Interviews met uitwerking casus

Tot slot zijn er interviews met taxateurs gehouden. Tijdens deze interviews werden de ondervraagde taxateurs gevraagd om een casus uit te werken, waarmee inzicht verkrijgen werd in de motivatie van de taxateur bij de waardering van verpleeghuizen. Het doel van deze interviews was om een beeld te krijgen hoe verschillende type huurcontracten meegenomen wordt bij het opstellen van een marktwaardetaxatie. De visie van een taxateur wordt afgezet tegen de visie van de beleggers zelf.

Selectie uit de populatie

Er zijn in totaal drie interviews gehouden met ervaren taxateurs die gespecialiseerd zijn in het opstellen van marktwaardetaxaties voor verpleeghuizen. Deze taxateurs zijn zorgvuldig geselecteerd vanwege hun

uitgebreide ervaring en deskundigheid op dit specifieke gebied. Tijdens de interviews is er ingegaan op hun werkwijze en benaderingen bij het uitvoeren van marktwaardetaxaties. De taxateurs zijn allemaal werkzaam bij een organisatie buiten Capital Value, maar ze komen wel uit het netwerk van Capital Value.

Methodologie

De interviews werden in 3 onderdelen gestructureerd. Eerst werd de taxateur gevraagd naar zijn ervaring met het taxeren van verpleeghuizen en wat zijn visie is op het gebruik van triple-net huurcontract bij verpleeghuizen. Vervolgens werd er een casus voorgelegd, waarbij ze een hypothetische waardering moesten uitwerken. Dat moesten ze met twee verschillende uitgangspunten doen: een verpleeghuis verhuurd op basis van een single-net huurcontract en een verpleeghuis met een triple-net huurcontract. Verder waren alle uitgangspunten gelijk. Tot slot werd de taxateur ondervraagd waarom hij bepaalde keuzes had gemaakt bij de uitwerking van de casus.

De casus betrof een rekenmodel van een nieuwbouw verpleeghuis, dat getaxeerd moest worden alsof het net was opgeleverd. De casus ging uit van een langjarig (15 jaar) huurcontract met een solvabele zorginstelling als huurder, die intramurale zorg zal gaan leveren. Door zoveel mogelijk gebruik te maken van marktconforme uitgangspunten en nieuwbouw is het mogelijk om het aantal onzekerheden of risico's in een taxatie te verlagen, waarmee de taxateur zijn inschatting van de marktwaarde zo doelgericht mogelijk kan uitvoeren voor een triple- en een single-net overeenkomst. Het rekenmodel maakte gebruik van de kapitalisatiemethode, waarbij het netto aanvangsrendement (NAR) werd gebruikt als enige input variabele. Bij triple-net huurcontracten is het van belang dat de taxateur goed kijkt naar de netto huurinkomsten (Nelson, 1991). De NAR wordt dan gebruikt om de marktwaarde te bepalen van het verpleeghuis aan de hand van de netto huurinkomsten.

Naast een inschatting van de NAR werd de taxateur gevraagd om een inschatting te geven van de exit yield naar 10 jaar op basis van een NAR. De exit yield kan gezien worden als een toekomstige rendement dat gemaakt kan worden bij verkoop. Bij marktwaardetaxaties op basis een Discounted Cash Flow (DCF) model moet de taxateur een schatting maken wat de toekomstige kasstromen in het heden waard zijn. Een belangrijk onderdeel daarvan is de eindwaarde op basis van verkoop, die vaak bepaald wordt op een exit yield. Deze exit yield kan vergeleken worden met het aanvangsrendement met het verschil dat de exit yield wordt vastgesteld na een beschouwingsperiode van bijvoorbeeld 10 jaar. Het verschil tussen het aanvangsrendement en exit yield kan uitgedrukt worden in een opslag, die te verklaren is door bepaalde variabelen zoals veroudering van het complex of aanpassing in het huurcontract. De inschatting van de exit yield door de taxateur had geen invloed op de marktwaardeberekening, maar geeft wel een inzicht hoe de taxateur verwacht dat het rendement van het verpleeghuis zal gaan ontwikkelen. Daarmee wordt getracht een inschatting te maken hoe de risico's van de vastgoedexploitatie zich verhouden tussen een triple-net en single-net contract.

Na het uitwerken van de casus werd de taxateur gevraagd om een toelichting te geven op de gehanteerde NAR en exit yield per casus. Het doel van de casus is niet zozeer om de exacte cijfers van de taxateurs met elkaar te vergelijken, maar juist de verschillen die de taxateurs hanteren. Het interview biedt de taxateurs de ruimte om een verklaring te geven voor de gehanteerde verschillen.

Data-analyse

De interviews zijn fysiek gehouden op het kantoor van de taxateur of bij Capital Value op kantoor. Dit bood de mogelijkheid om met name de casus goed uit te leggen en uit te werken vanaf een laptop, waar de casus op stond. De uitwerking van de casus was in een Excel-document. De uitgewerkte casus werd per taxateur opgeslagen, zodat later de verschillen in een overzicht gezet konden worden. De interviews voor en na het uitwerken van de casus werden opgenomen via Microsoft Teams, zodat later de transcripties eenvoudig opgesteld konden worden. De transcripties zijn op dezelfde wijze gesegmenteerd en gecodeerd als de diepte-interviews. Dezelfde vier segmenten zijn aangehouden, zodat ook de bevindingen van de interviews met de taxateurs meegenomen konden worden in de analyse.

Analyse

Dit hoofdstuk zal een uitgebreide analyse geven van de toegepaste onderzoeksmethoden. Eerst wordt ingegaan op de enquête, die is gehouden onder beleggers en woningcorporaties met verpleeghuizen in eigendom. Dit zorgt voor een algeheel beeld van de verhuurmarkt van verpleeghuizen en wat de voorkeur is van de respondenten omtrent de triple-net contracten. Vervolgens wordt er ingegaan op de diepte-interviews met 3 geselecteerde respondenten, zodat er wat meer toelichting kan komen bij de keuze voor het gebruik van triple-net huurcontracten. Op basis daarvan kan een goed beeld geschept worden over de beweegredenen voor het type huurcontract. Tot slot geven de interviews met case studies met een aantal taxateurs inzicht hoe het type huurcontract zich vertaalt in de marktwaarde van het vastgoed. Deze verschillende onderzoeksmethoden zorgen voor een zo compleet mogelijk beeld van de visie van de markt op het gebruik van triple-net huurcontracten.

1. Enquete

De enquête is verstuurd naar in totaal 19 personen, waarvan 10 personen werkzaam zijn bij een (vastgoed)belegger en 9 personen bij een woningcorporatie. In totaal hebben 12 respondenten een volledig ingevulde enquête ingediend. De responsie kwam daarmee uit op 63%. De responsie op de enquête verschilde echter nogal tussen beleggers en woningcorporaties. De responsie van de enquête was:

- 10 van de 10 beleggers (100%)
- 2 van de 9 woningcorporaties (22%)

De benaderde personen van de woningcorporaties zijn meermaals verzocht om de enquête in te vullen, echter bleek dit niet te resulteren in de gewenste responsie. Van de meeste personen kwam geen reactie, maar één persoon gaf bijvoorbeeld aan dat zij geen triple-net huurcontracten afsluiten en daar ook niet mee bekend zijn. Als gevolg beoordeelde de persoon dat het geen zin heeft om de enquête in te vullen. Het is misschien geen onomstotelijk bewijs, maar deze reactie in combinatie met de lage responsiegraad bij woningcorporaties geeft wel te kennen dat triple-net huurcontracten een zeer beperkte rol van betekenis lijken te spelen.

a. Beschrijvende statistieken

Om te oordelen in hoeverre de steekproef van respondenten overeenkomt met de markt van zorgvastgoed wordt er eerst gekeken naar de antwoorden op een aantal kwantitatieve vragen. Op basis van deze antwoorden kan een inschatting gemaakt worden welk deel van de zorgvastgoedmarkt de respondenten bestrijken. Tabel 1 geeft inzicht in de antwoorden op 4 verschillende vragen. De tabel geeft inzicht in de volgende parameters van de antwoorden van de 12 respondenten: gemiddelde, mediaan, standaard deviatie, minimum, maximum en voor enkele ook de som.

Tabel 1: Beschrijvende statistiek op basis van bevindingen enquête

	Gemiddelde	Mediaan	Standaard deviatie	Minimum	Maximum	Som
<i>Sinds welk jaar actief met verhuur in verpleeghuizen</i>	2007	2013	17	1955	2018	-
<i>Aantal verpleeghuizen in eigendom</i>	46,6	29,5	55,8	2,0	200,0	559,0
<i>Aantal verpleeghuis-eenheden in eigendom</i>	2.184,1	1.410,0	3.479,4	50,0	13.000,0	26.209,0
<i>Aandeel verpleeghuizen met triple-net contract</i>	24%	5%	35%	0%	100%	-

Alle respondenten zijn al minimaal sinds 2018 actief in de verhuur van verpleeghuizen, waarbij één respondent al sinds 1955 actief is in de markt. Deze respondent werkt voor een woningcorporatie. Gemiddeld genomen hebben de respondenten circa 46,6 verpleeghuizen in eigendom, die verhuurd

worden. Dit aantal loopt tussen de respondenten behoorlijk uiteen met een minimum van 2 verpleeghuizen en een maximum van 200 verpleeghuizen. In totaal bezitten de respondenten 559 verpleeghuizen, die samen 26.209 verpleeghuiseenheden vertegenwoordigen.

Hieruit kan worden opgemaakt dat de respondenten werkzaam zijn bij beleggers en woningcorporaties, die ruime ervaring hebben met de verhuur van verpleeghuizen. Als het totaal aantal verpleeghuiseenheden van de respondenten met 26.209 afgezet van het totaal verpleeghuiseenheden in Nederland dat Actiz aanhoudt met 130.000, dan blijkt dat de respondenten circa 20,2% van de totale markt in bezit hebben. Daarbij dient opgemerkt te worden dat niet bekend is, welk aandeel van de totale markt van verpleeghuizen verhuurd wordt en welk aandeel bij de zorginstellingen zelf in eigendom is. Maar er kan wel gesteld worden dat de respondenten een substantieel deel van de beleggingsmarkt in verpleeghuizen vertegenwoordigen.

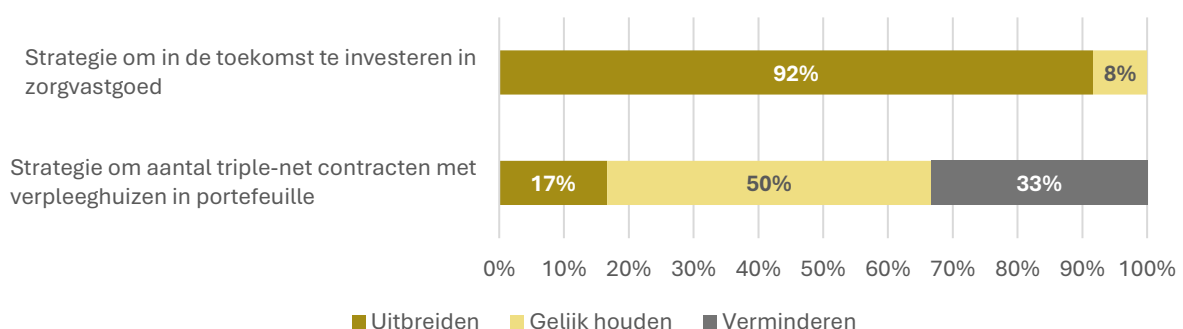
Tot slot is een belangrijke vraag voor dit onderzoek: welk aandeel van de verpleeghuizen wordt verhuurd op basis van een triple-net huurcontract? Uit de enquête komen zeer uiteenlopende antwoorden van 0% tot 100%. Van de 12 respondenten zijn er 5 respondenten die aangeven 0% van de verpleeghuizen te verhuren op basis van triple-net. Daarentegen zijn er 3 respondenten die 50% of meer van hun portefeuille met verpleeghuizen verhuren op basis van triple-net. Dit resulteert in een gemiddelde van 24% over de respondenten. Dit gemiddelde geeft echter geen compleet beeld, omdat het geen gewogen gemiddelde is waarbij het aantal verpleeghuizen meegewogen wordt. Het gewogen gemiddelde komt uit op een aandeel van 15,2% van de verpleeghuizen dat verhuurd wordt met een triple-net huurcontract. Tot nu toe is er in Nederland niet inzichtelijk gemaakt wat het aandeel triple-net contracten onder verpleeghuizen is, dus dat maakt de 15,2% een waardevol percentage.

b. Analyse

Uit de enquête is een beeld te vormen wat de beweegredenen zijn voor het sluiten van triple-net huurcontracten en wat de strategie voor de toekomst is. Eerst wordt er gekeken naar de ambities van de respondenten om te investeren in zorgvastgoed. Vrijwel alle respondenten op één na (92%) geeft aan in de toekomst hun portefeuille in zorgvastgoed te willen uitbreiden. Dit is weergegeven in figuur 8.

Er is ook gevraagd wat de strategie is omtrent het aantal triple-net huurcontracten in de portefeuille. Respondenten konden kiezen tussen uitbreiden, gelijk houden of verminderen. Slechts 17% van de respondenten is van plan om het aantal triple-net contracten uit te breiden. Deze respondenten hadden 42% en 100% van hun portefeuille al verhuurd op basis van triple-net. De helft van de respondenten (50%) geeft aan dat ze het aantal triple-net contracten gelijk wil houden. Van deze respondenten zijn er 4 van de 6, die op dit moment een triple-net contracten in portefeuille hebben. Dat willen ze zo houden. De overige 2 respondenten met de strategie 'gelijk houden' hadden slechts één verpleeghuis in eigendom dat op basis van triple-net verhuurd wordt. Tot slot geeft een derde van de respondenten aan dat ze het aantal triple-net contracten in de portefeuille wil verminderen. Zij hadden 2% tot 75% van de portefeuille reeds verhuurd met triple-net contracten. Dat aandeel willen deze verhuurders dus terug gaan brengen.

Figuur 8: Antwoorden uit de enquête



Beweegredenen voor het afsluiten van triple-net contracten

In de enquête werden de respondenten gevraagd wat hun beweegredenen zijn voor het aangaan van een triple-net contract voor een verpleeghuis en tegen welke uitdagingen ze aanliepen bij triple-net contracten. Een deel van de respondenten had zelf geen triple-net contracten in portefeuille, maar hebben wel hun visie gegeven waarom ze kiezen voor een bepaalde verdeling van operationele kosten. Op basis van de antwoorden van de respondenten zijn er een aantal argumenten vóór en tegen het gebruik van triple-net contracten bij verpleeghuizen te segmenteren. Onderstaand staan deze argumenten bespreken met de toelichting die door verschillende respondenten is gegeven.

Argumenten voor:

1. Op verzoek van huurder worden triple-net contracten met verpleeghuizen afgesloten.

Een respondent geeft aan dat de huurder zelf zeggenschap wil over het vastgoed. Door het onderhoud volledig in eigen hand te nemen, is het voor de huurder makkelijker mogelijk om te sturen op operationeel onderhoud zonder afhankelijk te zijn van de verhuurder. Mooradian en Yang (2002) concludeerden in hun onderzoek dat een huurder beter kan kiezen voor een bruto huur, als de huurder verwacht het pand intensief te gaan gebruiken. Het zou dan financieel voordeliger zijn om voor een bruto huur te kiezen, maar dat betekent wel dat je als huurder volledig afhankelijk bent van de verhuurder bij het verhelpen van gebreken en ander onderhoud.

Een andere reden voor het verzoek van een triple-net contract door de huurder is ook de mogelijkheid om zelf een luxere afwerking door te voeren in het pand. Een respondent geeft aan dat dit met name voor verpleeghuizen in de particuliere woonzorg het geval is, waarbij de zorginstelling zelf de keuze wil hebben over het niveau van de afwerking. Beide argumenten lijken niet te spreken voor een keuze die door de zorginstelling als huurder gemaakt, die volledig economisch gedreven is. Het verzoek van de huurder lijkt meer afkomstig te zijn uit de wens om het onderhoud en afwerking van het gebouw in eigen hand te hebben.

2. De wens van verhuurder om het beheer met onderhoud uit handen te geven aan zorginstelling, zodat de verhuurder daar zelf geen operationeel team voor hoeft op te zetten.

Triple-net contracten biedt volgens een respondent de mogelijkheid voor het opbouwen van een portefeuille met verpleeghuizen, zonder dat er al een team met werknemers in het land aanwezig moet zijn. Als de portefeuille opgebouwd wordt, kan er vervolgens een team worden opgericht. Deze respondent werkt voor een buitenlands belegger die in 2016 de Nederlandse markt van zorgvastgoed zijn toegetreden. Een andere respondent geeft een vergelijkbaar antwoord voor het aangaan van triple-net contracten, maar benadrukt ook de mogelijkheid om vastgoed te beheren met een klein team van collega's. Deze argumenten liggen in lijn met de uitkomsten van het onderzoek van Allen et al. (2023), dat beschrijft dat beleggers met een triple-net vastgoedportefeuille een hogere operationele efficiëntie hebben dan niet triple-net portefeuilles. Door de operationele last van het vastgoed te leggen bij de huurder, kan de verhuurder efficiënter in haar bedrijfsvoering zijn.

Argumenten tegen:

3. De verhuurder zou vanwege de ervaring en expertise met vastgoed het onderhoud en beheer op zich moeten nemen, zodat de huurder zich kan concentreren op haar exploitatie.

Meerdere respondenten dragen dit argument aan, waarbij ze als professionele vastgoedpartij beter in staat zouden zijn om het onderhoud en beheer uit te voeren. Dit komt volgens een respondent in sommige gevallen ook voort uit het gebrek aan kennis en expertise over vastgoed bij de huurder. De verhuurder zou de huurder juist moeten ontzorgen op het gebied van vastgoed. Het uitvoeren van technisch beheer zou beter passen bij en beter uitgevoerd worden door verhuurders. "Eigenaar en huurder moeten zelf doen waar ze goed in zijn" is de mening van een van de respondenten. Daarbij komt ook nog dat zorginstellingen zeer op exploitatie gerichte organisaties zijn, terwijl vastgoed vraagt een lange termijn visie en strategie. Deze werelden komen niet vanzelf overeen, aldus een van de respondenten. Opvallend is dat geen van de

respondenten benoemd dat zij als verhuurder het onderhoud en beheer goedkoper kunnen uitvoeren, terwijl dit juist wel naar voren komt in het onderzoek van Mooradian en Yang (2002). De auteurs stellen dat verhuurders over het algemeen voor een lager bedrag onderhoud kunnen uitvoeren dan als huurders dat zelf zouden doen. Het surplus tussen deze bedragen is in de basis winst voor een verhuurder, als het wel in de huurprijs verwerkt zit.

4. Verhuurders willen grip op onderhoud houden door het in eigen hand te houden.

Voor de meeste respondenten is het houden van grip op het onderhoud van het pand de belangrijkste redenen om niet te kiezen voor een triple-net contract of zelfs ervoor te kiezen om het aantal triple-net contracten te gaan verminderen. Een van de respondenten beschrijft bijvoorbeeld het risico dat er is als de zorginstelling onvoldoende onderhoudswerkzaamheden uitvoert, waardoor er op een later moment grotere kosten bij de verhuurder terechtkomen of discussies met de huurder over onderhoudswerkzaamheden ontstaan. Als gevolg daarvan zou het pand minder waard kunnen worden, dus wil de verhuurder dit in eigen hand houden. Het kan theoretisch wel kloppen uit het onderzoek van Mooradian en Yang (2002) dat verhuurders het onderhoud goedkoper kunnen uitvoeren dan huurders, maar als een huurder besluit om het onderhoud niet volledig uit te voeren dan wordt het automatisch goedkoper. Om dit te voorkomen stelt Mair (2019) dat verhuurders van seniorenhuisvesting een minimaal kapitaaluitgaven per jaar moeten vastleggen in het huurcontract. De respondenten lijken desondanks toch de voorkeur te geven aan het in eigen hand houden van onderhoud, zodat je ook daadwerkelijk grip hebt.

5. Huurders voeren het onderhoud niet naar de maatstaven van verhuurder uit en het is lastig om dit bij de huurders af te dwingen.

Op het moment dat de huurder wel zelf verantwoordelijk is voor het onderhoud, dan blijkt uit de antwoorden van de respondenten dat ze het onderhoud onvoldoende uitvoeren. Zo zouden de zorgpartijen in hun financiële huishouding de korte termijn boven de lange termijn stellen met als gevolg dat er te weinig kapitaal gereserveerd wordt voor instandhouding van het pand. Dit zou volgens de respondenten niet goed zijn voor de technische staat van het vastgoed. Zeker als een zorginstelling zelf kan besluiten om in magere jaren minder tot geen onderhoud uit te voeren. Het afdwingen van het uitvoeren van onderhoud is volgens een respondent ook zeer lastig. Er is een risico dat de huurder de media opzoekt om de kwestie aan te kaarten en verhuurders zitten niet te wachten op dit soort reputatieschade. Om die reden willen ze invloed kunnen uitoefenen op het onderhoud.

c. Samenvatting enquête

Uit de enquête met de 12 respondenten komt naar voren dat er geen eenzijdig visie van de beleggers is wat hun voorkeuren zijn als het gaat om het type huurcontract. Dit lijkt toch af te hangen van de persoonlijke situatie waar een belegger zich in bevindt. Een groot deel van de respondenten maakt geen gebruik van triple-net contracten. Er zijn zelfs respondenten dat het aantal triple-net contracten wil verminderen. Slechts 15% van alle verpleeghuizen zou verhuurd worden met een triple-net huurcontract. Er is maar een kleine groep (17%) die van plan is om het aantal triple-net contracten te gaan uitbreiden. De beweegredenen hiervoor lijken niet enkel financieel gedreven, maar komen eerder voor uit het behouden van controle en voorkomen van risico's. Er lijkt een verschil te zijn in termijnen waarop de strategie wordt bepaald. Volgens de respondenten hebben de zorginstellingen een kortere termijnvisie, die sterk gericht is op de zorgexploitatie. De verhuurders kijken juist meer naar de lange termijn en wat de invloed is op de waarde van het vastgoed. Daarbij komt dat het in de praktijk lastig blijkt te zijn om bepaalde afspraken uit het huurcontract af te dwingen. Dit zorgt voor tegengestelde belangen tussen huurder en verhuurder bij de vastgoedexploitatie.

2. Interviews

Om beter inzicht te krijgen in de beweegredenen achter de antwoorden van de enquête zijn er 3 interviews uitgevoerd met respondenten. Om ervoor te zorgen dat de interviews gehouden worden met personen die

een verschillende visie hebben op het aangaan van triple-net contracten, is er gekozen om de interviews met de volgende organisaties te houden:

- Een vastgoedbelegger die van plan is om het aantal triple-net contracten uit te breiden in de portefeuille (belegger 1)
- Een vastgoedbelegger die van plan is om het aantal triple-net contracten te verminderen in de portefeuille (belegger 2)
- Een woningcorporatie die op dit moment geen gebruik maakt van triple-net contracten en dat ook niet van plan is op termijn (belegger 3)

Omwille van de vertrouwelijkheid van de antwoorden is er met de geïnterviewde respondenten afgesproken dat de naam van de belegger niet genoemd wordt in het onderzoek.

a. Analyse

De analyse is uitgevoerd op basis van de opgestelde assumpties, zodat de interviews gestructureerd geanalyseerd worden, zoals ook toegelicht in het hoofdstuk Methodologie. Onderstaand wordt per assumpties een overzicht gegeven van de bevindingen uit de interviews.

A. De keuze voor het huren van verpleeghuizen in plaats van eigendom wordt gedreven door flexibiliteit en een reflectie van het risico.

Historisch gezien hebben veel woningcorporaties zorgvastgoed gerealiseerd voor zorginstellingen na de inwerkingtreding van de Wet op Bejaardenoorden uit 1963. Volgens belegger 3 hielpen woningcorporaties destijds zorginstellingen als een soort 'start-up' met als doel dat de zorginstelling vervolgens met het vastgoed op eigen benen kon staan. De woningcorporatie fungeerde veel meer als een soort uitvoeringsorgaan, waarbij het eigendom van het vastgoed ondergeschikt was. Het eigendom van het vastgoed ging na een vastgestelde periode dan ook vaak over aan de zorginstelling, die verantwoordelijk was voor de exploitatie van het vastgoed. Er bestonden toen ook huurcontracten, waarbij de huurprijs gebaseerd werd op de hoogte van de lening die de woningcorporatie had gesloten. Alle investeringen in het pand tijdens de exploitatie moesten door de huurder worden gedaan of werden door de verhuurder vertaald in een hogere huurprijs.

Tegenwoordig worden de verhuurders van verpleeghuizen meer gezien als een alternatief voor de bank, aldus belegger 3. Het grote verschil met een bank is dat de verhuurders als middel kan fungeren om ook tot een nieuw gebouw te komen. De keuze voor het huren van een verpleeghuis hangt voor de zorginstelling dus af aan de mogelijkheden die geboden worden door de verhuurder. Dat betekent dat de huurder zelf de ontwikkeling niet op risico hoeft uit te voeren en geen kapitaal hoeft in te zetten. Dit ligt in lijn met de redenen die Cahill (2006) beschrijft voor een zorginstelling om vastgoed te huren.

Daarnaast benoemt belegger 2 dat zorginstellingen zich meer willen concentreren op het leveren van zware zorg en thuiszorg. De huisvesting waar zware zorg geleverd wordt, die wil de zorginstelling in eigendom houden. Hier prevaleert de zorg boven wonen, zoals belegger 2 dat beschrijft. Maar de huisvesting waar bewoners in staat zijn om zelfstandig te wonen, dat bezit willen de zorginstellingen niet meer in eigendom houden. Dit wordt door verhuurders in exploitatie genomen, waarbij de zorginstelling nog wel de thuiszorg kan leveren. In feite gaat dit niet om een sale-leaseback, maar biedt het zorginstellingen wel flexibiliteit en wordt het verhuurrisico verlegd. Dit wordt ook beschreven door Diepstraten en Verweij (2022).

B. De keuze voor het type huurcontracten tussen eigenaars en gebruikers van verpleeghuizen is rationeel verklaarbaar en financieel gedreven.

De belangrijkste reden die door belegger 1 en 2 benoemd worden voor het gebruik van triple-net huurcontracten met verpleeghuizen is de mogelijkheid om de Nederlandse zorgvastgoedmarkt te betreden en een portefeuille op te bouwen, zodat dat je een volledig operationeel team hoeft te hebben. Dit kwam al naar voren uit de enquête, maar werd tijdens de interviews nogmaals benadrukt. Voor belegger 1 is dit nog steeds de reden om met triple-net contracten zo efficiënt mogelijk te kunnen blijven

investeren in Nederland. Belegger 2 heeft er juist voor gekozen om een team op te zetten, waarmee ook huurcontracten gesloten kunnen worden zonder triple-net basis. Dit zorgt ervoor dat ze meer grip kunnen krijgen op het beheer van het vastgoed. Dit past in de uitkomsten van Allen et al. (2023). Het is wel opvallend dat de ene belegger ervoor kiest om het aantal triple-net contracten te gaan verminderen door een grotere organisatie op te zetten, terwijl de andere belegger juist in blijft zetten op een kleine en efficiënte organisatie.

De keuze voor het aangaan van triple-net contracten komt volgens belegger 1 en 2 voort uit de wens van de zorginstellingen om zelf regie te willen houden op het vastgoed. Dit geldt met name voor aanbieders van particuliere woonzorg. Waarom aanbieders van particuliere woonzorg liever triple-net contracten hebben dan intramurale zorgaanbieders wordt niet helemaal duidelijk in de interviews, maar belegger 1 denkt dat zij op die manier hun business case wat kunnen optimaliseren. Er zouden volgens belegger 1 mogelijk voordelen voor de huurder te behalen zijn. Dit gaat echter in tegen het argument van Mooradian en Yang (2002) dat verhuurders het beheer en onderhoud goedkoper kunnen uitvoeren dan de huurders. Echter merken belegger 1 en 2 wel dat de markt aan het veranderen is en dat steeds minder zorginstellingen een triple-net contract aan willen gaan. Zij willen zich meer gaan concentreren op hun kernactiviteiten, namelijk het leveren van zorg. Door het beheer uit handen te geven kunnen de zorginstellingen ontzorgd worden op het gebied van vastgoed.

Wat ook heeft meegespeeld bij de keuze van triple-net contracten is de opkomst van de beleggingsmarkt in zorgvastgoed in de afgelopen 10 jaar. Dit beamen alle drie de beleggers. Veel verpleeghuizen die verhuurd worden zijn recent gerealiseerd. In de eerste 10 jaar na oplevering is het onderhoud van het vastgoed nog te overzien en komen daar minder risico's bij kijken, dan een complex van 20 of 25 jaar oud. Dit zorgt ervoor dat huurders wat geld overhouden op de vastgoedexploitatie, dat gebruikt kan worden voor zorgexploitatie. Zo beschrijft belegger 3 dat de zorginstellingen met een kortere termijn werken en het surplus op het vastgoed gebruik om bijvoorbeeld de stijgende personeelslasten op te vangen. Dit model kan tot nu toe blijven bestaan, doordat de verpleeghuizen met triple-net contracten veelal nieuw vastgoed betreft. Hierover is in de literatuur niets teruggekomen.

C. De risico's van de vastgoedexploitatie zijn gedurende de looptijd van een triple-net als een bruto huurcontract gelijk aan elkaar.

Alle drie de beleggers geven in het interview aan dat er bij triple-net contracten een hoger risico is dat huurders het onderhoud niet naar de maatstaven van de verhuurder uitvoert. Dit resulteert vervolgens in discussies tussen huurders en verhuurders over de onderhoudswerkzaamheden. Belegger 1, die voornemens is om het aantal triple-net contracten uit te breiden beaamt dat dit een belangrijke kwestie is, waar ze mee worstelen tijdens de looptijd van het huurcontract. Voor belegger 2 is dit zelfs de aanleiding om minder triple-net contracten in hun portefeuille te gaan opnemen, omdat ze geen grip hebben op het onderhoud dat huurder zou moeten uitvoeren. Dit is voor belegger 3 dan ook de reden geweest dat ze tot nu toe geen triple-net contracten zijn aangegaan. Maar uit de interviews blijkt dat de discussies met huurders behoorlijk ernstig te zijn en het zou gaan om serieuze investeringen.

De beleggers benoemen het gebrek aan expertise bij zorginstellingen als een belangrijke reden voor het uitstellen onderhoud. Op papier worden er wel afspraken gemaakt over het onderhoud, zoals een Meerjaren Onderhoudsplan (MJOP). Maar vervolgens ontstaan er discussies tussen huurder en verhuurder over het moment dat bepaald onderhoud ook daadwerkelijk uitgevoerd moet worden. Een belangrijk onderdeel voor de keuze van de huurder om onderhoud uit te voeren is dat vastgoed ondergeschikt binnen de bedrijfsvoering van een zorginstelling. De drie geïnterviewde beleggers geven allemaal aan dat in veel gevallen zorginstellingen meer aandacht geven aan de zorgexploitatie dan de vastgoedexploitatie. De dynamiek in besluitvorming verschilt daarin sterk van de dynamiek bij verhuurders.

Als gevolg hiervan zien de verhuurders dat de huurders onderhoud en bepaalde investeringen in het vastgoed uitstellen. Dat is op zich geen ramp, want het uitvoeren van onderhoud is een dynamisch proces stelt belegger 3. Zeker bij nieuwbouw heeft een gebouw in de eerste 10 jaar relatief weinig onderhoud

nodig, maar vanaf jaar 12 beginnen de eerste serieuze verplichtingen zich aan te dienen. Huurcontracten met verpleeghuizen worden vaak afgesloten voor 15 of zelfs 20 jaar (Tellatin et al., 2023). In de praktijk blijkt dat maar weinig zorginstellingen voorzieningen hebben getroffen in de eerste 10 jaar, die ze kunnen gebruiken vanaf jaar 12. De huurprijs van een triple-net contract houdt er wel rekening mee dat de huurder het onderhoud zal uitvoeren. Als een huurder dit onderhoud blijft uitstellen, dan loopt een verhuurder inkomsten mis en hij heeft een pand dat technisch achteruit loopt. Na afloop van de huurtermijn van 15 jaar heeft de huurder volgens belegger 3 een sterke onderhandelingspositie, omdat dan pas echt het moment van investeringen zich gaat voordoen.

Om te voorkomen dat huurders niet handelen naar de gemaakte afspraken hanteren belegger 1 en 2 een technische meting met conditiescores. Deze technische meting (NEN-2767) monitor de technische staat van onderhoud van het volledige pand. Op het moment dat een score onder een bepaald niveau uitkomt, dan zou de huurder het onderhoud moeten gaan uitvoeren. Het blijkt echter uiterst lastig voor de verhuurders om dit af te dwingen. Contractueel kun je in je recht staan, maar zowel belegger 1, 2 als 3 geven aan dat het aanspannen van een rechtszaak met een zorginstelling zelden wordt toegepast. Je hebt te maken met een kwetsbare doelgroep als bewoners en daarnaast is het risico op reputatieschade te groot voor de verhuurders om het uit laten lopen op een juridisch geschil.

Een enigszins ludieke oplossing hiervoor is volgens belegger 3 het aanstellen van een externe commissaris, zoals dat vroeger in de oude contracten tussen woningcorporaties en zorginstellingen werd vastgelegd. Dit ligt wel in lijn met Mair (2019), die beschrijft dat verhuurders van seniorenhuisvesting een minimaal kapitaaluitgaven per jaar moeten vast leggen in het huurcontract. Dit wordt nu door belegger 1 en 2 in ieder geval niet toegepast in de triple-net contracten die ze hebben, dus zou wel interessant zijn om eens nader te onderzoeken.

D. De marktwaarde van het vastgoed van verpleeghuizen met een triple-net huurcontract ligt hoger dan die van verpleeghuizen met een ander type huurcontracten.

Tot slot is er onderzocht wat belegger benoemen over de invloed van een triple-net huurcontract op de waarde van het vastgoed. Alle drie de beleggers geven aan dat zij verwachten dat het type huurcontract geen invloed zou moeten hebben op de marktwaarde. Er zal een verschil zitten in het bruto aanvansrendement, omdat een triple-net contract lagere huurinkomsten genereert. Maar per saldo zou er geen verschil moeten zijn in de marktwaarde. Belegger 1 bevestigt dit ook, omdat zij bij acquisitieprocessen wel eens een externe taxatie opvraagt op basis van zowel een single-net contract alsook een triple-net contract. Onder gelijke omstandigheden resulteert dit niet in een andere marktwaarde.

Waar mogelijk wel een risico schuilt is in eventueel achterstallig onderhoud dat kan ontstaan op het moment dat de huurder het onderhoud niet naar behoren uitvoert. Zeker als een huurder onderhoud en investeringen over een langere periode uitstelt, kan dat leiden tot een afslag op de marktwaarde. Zelf hadden belegger 1 en 2 daar nog geen ervaring mee, maar hun portefeuille bestaat nog uit relatief jong vastgoed. Dat kenmerkt de Nederlandse zorgvastgoedmarkt ook (Capital Value, 2024).

b. Samenvatting interviews beleggers

Uit de interviews komt naar voren dat de rol als verhuurder van een verpleeghuis door zorginstellingen wordt gezien als alternatief voor financiering bij de bank. De keuze voor een triple-net huurcontract lijkt voor de verhuurders niet enkel economisch gedreven is, maar ook risicobeheersing speelt een belangrijke rol. Het houden van grip op de vastgoedexploitatie is voor zowel de zorginstelling als huurder maar ook de belegger als verhuurder een belangrijke drijfveer. Het uitbesteden van het onderhoud aan de huurder, zoals dat binnen een triple-net huurcontract gebeurt, resulteert in toenemende mate in discussies tussen huurder en verhuurder over het uit te voeren onderhoud. Het gebrek aan mogelijkheden om de huurder aan te zetten of zelfs te dwingen om onderhoud uit te voeren is voor beleggers reden om niet (meer) voor triple-net huurcontracten te kiezen. Het uitstellen van onderhoud door de huurder kan op den duur invloed gaan hebben op de technische staat van het gebouw en daarnaast mist de verhuurder

huurinkomsten, aangezien er een korting gegeven is op de huurprijs. Overigens melden de beleggers dat zij geen verschil zien in de waarde van een verpleeghuis met een triple- of single-net huurcontract.

3. Interview met case studies

Na de interviews met beleggers zijn er ook 3 interviews uitgevoerd met taxateurs, die ervaring hebben met het waarderen van verpleeghuizen. Het interview begon met een aantal standaard vragen om aan te kunnen tonen wat hun ervaring is als taxateur in het algemeen en specifiek voor het waarderen van verpleeghuizen. In tabel 2 staat een aantal kenmerken van de taxateurs beschreven. Hieruit valt op te maken dat ze allemaal beëdigd zijn als Register-Taxateur bij de Nederlandse Register Vastgoed Taxateurs (NRVT) en minimaal 7 jaar ervaring hebben als taxateur. Daarnaast beschikken alle geïnterviewde taxateurs over hun aantekening Groot Zakelijk Vastgoed, die benodigd is om vastgoed boven de €5 miljoen of bijzonder vastgoed te taxateren. Daarmee kan gesteld worden dat de geïnterviewden voldoen aan de vereisten als taxateur om de casus uit te werken. Voor wat betreft hun ervaring met zorgvastgoed is gevraagd hoeveel taxaties ze per jaar uitvoeren en welk aandeel daarvan zorgvastgoed en verpleeghuizen zijn. De taxateurs blijken indicatief 100 tot 200 taxaties per jaar uit te voeren, waarvan het overgrote deel taxaties van zorgvastgoed betreft. Ongeveer de helft of net iets meer van de taxaties zijn gericht op verpleeghuizen. Dit onderstreept de ervaring met verpleeghuizen, die de geïnterviewde taxateurs hebben opgedaan.

Tabel 2: Ervaring geïnterviewde taxateurs

	Taxateur A	Taxateur B	Taxateur C
Register-Taxateur (NRVT)	Ja	Ja	Ja
Aantekening Groot Zakelijk Vastgoed (NRVT)	Ja	Ja	Ja
Ervaring als taxateur in jaren	27 jaar	8 jaar	7 jaar
Hoeveel taxaties per jaar (indicatief)	150	100	200
Aandeel zorgvastgoed van het totaal	90%	95%	100%
Aandeel verpleeghuizen van het totaal	60%	60%	50%

a. Analyse interviews

Voorafgaand aan het uitwerken van de cases is aan de taxateurs een aantal vragen gesteld om hun visie te vernemen op het gebruik van triple-net contracten. Alle taxateurs waren bekend met het verschil tussen single-, double- en triple-net contracten. De analyse is op dezelfde wijze toegepast als de interviews met de beleggers. Onderstaand zijn de bevindingen van de taxateurs verdeeld naar de 4 assumpties van dit onderzoek.

A. De keuze voor het huren van verpleeghuizen in plaats van eigendom wordt gedreven door flexibiliteit en een reflectie van het risico.

Over de keuze voor het huren van verpleeghuizen in plaats van het in eigendom houden is door de taxateurs weinig benoemd. Alleen taxateur A geeft daarover aan dat zorginstellingen over het algemeen een zeer lange periode gebruikt maakt van het vastgoed voor haar zorgexploitatie. In principe zit de zorginstelling er bijna de gehele economische levensduur van het vastgoed. Daarmee zou het logisch zijn als een huurcontract zoveel mogelijk de eigenaar-gebruiker situatie benadert. Dit is volgens taxateur A mogelijk met een triple-net contract.

Taxateurs worden over het algemeen betrokken bij de waardering van het vastgoed, als de keuze voor huur of eigendom als is gemaakt. Een marktwaardetaxatie dient dan vaak voor een onderbouwing van de waarde richting een bank of andere instelling. In die hoedanigheid worden taxateur weinig betrokken bij de keuze tussen huur en eigendom.

B. De keuze voor het type huurcontracten tussen eigenaars en gebruikers van verpleeghuizen is rationeel verklaarbaar en financieel gedreven.

Voor wat betreft de keuze voor het type huurcontract komt een uitgebreider beeld naar voren tijdens de interviews. Een van de belangrijkste argumenten die zowel taxateur B als C aandragen voor de keuze van het type huurcontract is de mogelijkheid voor een zorginstelling om zelf de regie over het vastgoed te houden. Beide taxateurs geven aan dat zorginstellingen het belangrijk vinden om zelf 'in charge' te zijn over het vastgoed, zodat ze niet voor elk wisselende naar de verhuurder moeten voor onderhoud of investeringen. Op die manier kunnen de zorginstellingen waarborgen dat de zorgverlening op de juiste manier wordt gecontinueerd. Hierover krijgen de taxateurs concrete signalen van de zorginstellingen als huurder. Taxateur A geeft daarentegen aan dat dit wel zorg voor extra risico's voor de zorginstelling. Op het moment dat er een triple-net contract wordt afgesloten, dan is de zorginstelling volledig verantwoordelijk voor de exploitatielasten. In het geval van sterk stijgende gemeentelijke belastingen, dan wordt de zorginstelling daarmee geconfronteerd. Een zorginstelling loopt op die manier een hoger operationeel risico, dat niet verlegd kan worden naar de verhuurder.

Opvallend is dat taxateur B en C aangeven dat zij voornamelijk triple-net huurcontracten zien bij verpleeghuizen op basis van particuliere woonzorg. Zo beschrijft taxateur C dat ongeveer 80% tot 90% van de verpleeghuizen op basis van particuliere woonzorg worden verhuurd middels een triple-net huurcontract, terwijl dat bij de intramurale, reguliere verpleeghuizen slechts 10% tot 20% zou zijn. Dit verschil is niet concreet uitgevraagd bij de enquête, die is uitgevoerd. Daar kwam naar voren dat 15% van de verpleeghuizen op basis van triple-net contracten wordt verhuurd. In hoeverre particuliere woonzorg of intramurale zorg daarbij een rol speelt, is niet onderzocht. Volgens taxateur C zijn deze verschillen te verklaren door de opkomst van particuliere woonzorg vanaf 2016 in Nederland. Dit was ook de periode dat de eerste pan-Europese vastgoedbeleggers de Nederlandse zorgvastgoedmarkt betraden, zoals Aedifica. Deze buitenlandse beleggers kochten voornamelijk triple-net contracten, omdat ze nog geen operationeel vastgoedteam in Nederland hadden. Daarbij stelt taxateur C dat het in het buitenland gebruikelijker is om triple-net contracten af te sluiten en deze beleggers hebben in feite deze contractvorm in Nederland verder uitgerold.

Alleen taxateur A gaat in op het verschil in huurprijs tussen bijvoorbeeld een single-net en triple-net huurcontract. Als huurder van een single-net huurcontract moet je een hogere huurprijs betalen, omdat de verhuurder de exploitatielasten op zich neemt. De verhuurder verrekent dit volgens taxateur A in de huurprijs, maar hij verwacht dat de verhuurder de huur net wat meer verhoogt dan dat de exploitatiekosten daadwerkelijk zijn. Als gevolg hiervan betaalt de zorginstelling dus net iets meer huur dan noodzakelijk zou zijn en maakt de verhuurder een aanvullende winst op de huur.

Tot slot benoemt taxateur C dat de zorgvastgoedmarkt in Nederland gaandeweg volwassen aan het worden is. Op dit moment is er een aantal grote beleggers met een volwaardig team voor zorgvastgoed, dat ook de expertise en kennis heeft om het vastgoed op de juiste wijze te managen. Het is voor de gevestigde buitenlandse belegger geen noodzaak meer om triple-net contracten aan te gaan vanwege het gebrek aan een team. Voorheen was dit voor deze beleggers een 'dealbreaker' als een verpleeghuis geen triple-net contract heeft, terwijl beleggers volgens taxateur C nu juist een voorkeur hebben voor een huurcontract waarbij ze zelf invloed kunnen uitoefenen.

C. De risico's van de vastgoedexploitatie zijn gedurende de looptijd van een triple-net als een bruto huurcontract gelijk aan elkaar.

Als het gaat om de risico's van de vastgoedexploitatie gedurende de looptijd van een triple-net huurcontract valt iets bijzonders op. Alle drie de taxateurs benoemen behoorlijk wat risico's als het gaat om de vastgoedexploitatie van een triple-net contract. Zo zou er een gebrek aan expertise zijn bij de huurder en voeren de huurders het onderhoud niet uit in lijn met het MJOP dat ze opstellen. Als gevolg daarvan is er een risico op achterstallig onderhoud. Dit wordt beaamt door zowel taxateur A, B als C. De krappe marges in de zorgexploitatie van zorginstellingen zorgt er volgens taxateur A voor dat zorginstellingen moeite hebben rond te komen en weinig ruimte hebben om te investeren.

Het gevolg van deze risico's ziet taxateur C nu steeds vaker terugkomen in discussie over onderhoud tussen verhuurder en huurder. De vastgoedexploitatie van verschillende verpleeghuizen komt nu op een punt dat er langzamerhand steeds meer onderhoud benodigd is om het vastgoed in de juiste technische staat te houden. Er ontstaat daardoor steeds meer bewustzijn bij de verhuurders van triple-net contracten, dat ze geen invloed hebben op het daadwerkelijk uitvoeren van onderhoud. Taxateur B bevestigt ook dat de zorgvastgoedmarkt nog relatief jong is, waardoor de meeste verpleeghuizen nog langlopende huurcontracten hebben. Zodra deze huurcontracten aan het einde van hun looptijd gaan komen, dan zullen er discussies gaan ontstaan over het onderhoud.

Een oorzaak voor het verschil in urgentie als het gaat om het uitvoeren van onderhoud haalt taxateur A uit het feit dat vastgoed ondergeschikt is binnen de bedrijfsvoering van zorginstellingen. Volgens de taxateur kijken zorginstellingen als huurders anders naar vastgoed dan verhuurders. Vastgoed wordt gezien als een bedrijfsmiddel dat nodig is om zorg te kunnen leveren, terwijl vastgoedbeleggers veel meer bezig zijn om het vastgoed zo efficiënt mogelijk in te exploiteren. Voor zorginstellingen is de noodzaak om vastgoed zo efficiënt mogelijk in te zetten minder belangrijk.

D. De marktwaarde van het vastgoed van verpleeghuizen met een triple-net huurcontract ligt hoger dan die van verpleeghuizen met een ander type huurcontracten.

Tot slot is er gekeken hoe de taxateurs de invloed van het type huurcontract inschatten bij het opstellen van een marktwaarde taxatie. Deze vraag is aan de taxateurs gesteld voorafgaand aan het invullen van de casus. Alle drie de taxateurs geven aan dat er een verschil zal zitten in het bruto aanvangsrendementen tussen de marktwaarde van een triple-net contract ten opzichte van een single- of double-net contract. Dit is te verklaren door het verschil in hoogte van de huurprijs, aangezien de exploitatielasten anders verdeeld worden tussen verhuurder en huurder. Het bruto aanvangsrendement van een verpleeghuis met een triple-net contract zou lager moeten liggen, die die van een verpleeghuis met een bruto huurcontract.

Twee taxateurs (B en C) geven aan dat er geen verschil zou moeten zijn in de marktwaarde van een verpleeghuis met een triple-net ten opzichte van een ander type huurcontract. Als het verschil in huurprijs tussen de huurcontracten op de juiste manier verwerkt is, zodat de verhuurder gecompenseerd wordt voor het al dan niet wegvallen van de exploitatielasten, dan zou er volgens taxateur B en C per saldo geen verschil moeten zijn. Daarom is het volgens taxateur B van belang om goed naar het netto aanvangsrendement te kijken bij de waardering van verpleeghuizen. Daarmee zijn de verschillen in het type huurcontract goed tegen elkaar weg te strepen. Dit is precies wat auteur Nelson al in 1991 in zijn artikel beschreef. Door het vaststellen van de netto huurprijs zou een taxateur de huurprijs kunnen vergelijken met referentiehuurprijzen van bruto huurcontracten. Als de taxateur dit op de juiste manier zou doen, dan zit er volgens taxateur B en C geen verschil in de marktwaarde van de verpleeghuizen.

Taxateur A verschilt daar wel enigszins in van mening. Hij beschrijft dat er wel een verschil zou moeten zitten in de waarde van het vastgoed, omdat er een ander risicoprofiel voor een verhuurder is bij een triple-net huurcontract ten opzichte van een bruto huurcontract. De verhuurder is niet verantwoordelijk voor de exploitatielasten en eventuele toekomstige stijgingen van deze lasten komen daardoor dus niet voor rekening en risico van de verhuurder. Dit lagere risico zorgt ervoor dat een verhuurder een hogere marktwaarde bereid zou zijn te betalen. Taxateur A geeft toe dat hij om die reden eerder geneigd is de bovenkant van de bandbreedte van de marktwaarde op te zoeken bij een triple-net huurcontract. De drie taxateurs zitten daarmee niet volledig op één lijn.

b. Analyse case studies

Na het verkennende interview zijn de taxateurs gevraagd om de casus in te vullen. Hieruit zou naar voren moeten komen wat ze voorafgaand aan de casus al mondeling hebben toegelicht. In feite waren er 2 input variabelen per casus (single-net en triple-net), die de taxateur kon aanpassen. De casus betreft nieuwbouw, waardoor het aanvangsrendement beschreven wordt op basis van het vrij op naam (v.o.n.) uitgangspunt. Vrij op naam houdt in dat een koper een prijs betaalt voor het vastgoed inclusief alle kosten die nodig zijn voor de overdracht. Verkoper is daarmee verantwoordelijk voor alle kosten die gemoeid zijn met de overdracht. Door middel van de kapitalisatie rekenmethode wordt de marktwaarde van het

vastgoed berekend aan de hand van het netto aanvangsrendement (NAR). Enkel de input variabele *netto aanvangsrendement (v.o.n.) in jaar 1* (NAR v.o.n. jaar 1) kon door de taxateur worden gebuikt om de marktwaarde te bepalen. Daarna werd de taxateur gevraagd om een inschatting te maken van de *exit yield in jaar 10 uitgedrukt in de NAR* (exit yield (NAR v.o.n.) jaar 10). Deze variabele had geen invloed meer op de marktwaarde, maar geeft wel inzicht in de beoogde exit yield zoals de taxateur deze zou hanteren in de een Discounted Cash Flow (DCF) rekenmethode.

De casus geeft inzicht in een aantal output variabelen. De belangrijkste output variabele betreft de marktwaarde (v.o.n.) van het verpleeghuis in de casus. De marktwaarde (v.o.n.) wordt berekend door de bruto huurinkomsten minus de exploitatielasten in jaar 1 van de beschouwingsperiode te nemen. Dit bedrag wordt gedeeld door het netto aanvangsrendement (v.o.n.) in jaar 1. De uitkomst van deze som resulteert in de marktwaarde (v.o.n.) van het vastgoed. Deze formule (1) ziet er als volgt uit:

$$\text{Marktwaarde (v.o.n.)} = \frac{(\text{bruto huurinkomsten} - \text{exploitatiekosten}) \text{ in jaar 1}}{\text{netto aanvangsrendement (v.o.n.) in jaar 1}}$$

De bruto huurinkomsten minus de exploitatielasten in jaar 1 worden ook wel de netto huurinkomsten genoemd. Omdat de taxateur alleen het netto aanvangsrendement kon beïnvloeden, is het belangrijk om scherp te hebben wat de netto huurinkomsten zijn. Dit bedrag bepaalt namelijk samen met het netto aanvangsrendement de marktwaarde (v.o.n.) van het vastgoed. De formule (2) voor de netto huurinkomsten ziet er als volgt uit:

$$\text{Netto huurinkomsten in jaar 1} = (\text{bruto huurinkomsten} - \text{exploitatiekosten}) \text{ in jaar 1}$$

Naast de marktwaarde van het vastgoed wordt er gekeken naar de opslag die de taxateur zou hanteren bij het opstellen van een marktwaarde, waarbij gebruik gemaakt wordt van de DCF rekenmethode. De opslag is in feite een simpele rekensom, namelijk het netto aanvangsrendement (v.o.n.) in jaar 1 minus de exit yield in jaar 10 uitgedrukt in de NAR (v.o.n.). De formule (3) van de opslag ziet er als volgt uit:

$$\begin{aligned} \text{Opslag tussen NAR en exit yield} \\ = \text{netto aanvangsrendement (v.o.n.) in jaar 1} \\ - \text{exit yield in jaar 10 uitgedrukt in NAR (v.o.n.)} \end{aligned}$$

1. Casus op basis van single-net huurcontract

Als eerste werd de casus op basis van een single-net huurcontract voorgelegd aan de taxateur. Bij dit type huurcontract zijn de exploitatielasten voor het vastgoed voor rekening en risico van verhuurder. De huurprijs die de zorginstelling betaalt voor het verpleeghuis houdt daar rekening mee. De netto huurinkomsten voor de verhuurder zijn als volgt:

$$\text{Netto huurinkomsten in jaar 1} = \text{€}650.000 - \text{€}96.450 = \text{€}553.550$$

Op basis van deze netto huurinkomsten konden de taxateurs de marktwaarde (v.o.n.) bepalen door het netto aanvangsrendement (v.o.n.) in te vullen. Tabel 3 geeft inzicht in de input en output variabelen zoals de drie taxateurs de casus met single-net huurcontract hebben ingevuld. De laatste kolom van tabel 3 geeft de gemiddeld weer van de drie taxateurs.

Tabel 3: Uitkomsten casus met single-net huurcontract

Input/output	Variabele	Taxateur A	Taxateur B	Taxateur C	Gemiddelde
Input	NAR v.o.n. jaar 1	5,10%	4,50%	4,70%	4,77%
	Exit yield (NAR v.o.n.) jaar 10	5,35%	5,00%	5,30%	5,22%
Output	Marktwaarde (v.o.n.)	€ 10.840.000	€ 12.290.000	€ 11.770.000	€ 11.633.333
	Opslag tussen NAR en exit yield	0,25%	0,50%	0,60%	0,45%

De uitkomsten geven een divers beeld over de inschatting van de marktwaarde door de taxateurs. Aan de taxateurs is vermeld dat de hoogte van de marktwaarde niet doorslaggevend is voor dit onderzoek. Dit onderzoek gaat juist om het verschil tussen single-net en triple-net huurcontracten en de onderbouwing voor dit verschil. Met dit verschil kan verklaard worden in hoeverre de taxateurs een andere marktwaarde toekennen aan triple-net huurcontracten. Er zit €1.450.000 verschil tussen de hoogste en laagste marktwaarde (v.o.n.) van de taxateurs. Dit is het gevolg van de verschillende netto aanvangsrendementen, die de taxateurs hebben toegekend aan het vastgoed. Taxateur A heeft de laagste marktwaarde toegekend aan het verpleeghuis met €10.840.000 en taxateur B heeft de hoogste marktwaarde afgegeven met €12.290.000 voor het vastgoed. Gemiddeld komen de taxateurs uit op een marktwaarde (v.o.n.) van €11.633.333 voor het verpleeghuis met een single-net huurcontract.

Ook de opslag tussen NAR en exit yield verschilt tussen de taxateurs. Taxateur A geeft de kleinste opslag tussen NAR en exit yield af met 0,25%, terwijl taxateur C een opslag hanteert van 0,60%. Gemiddeld komen de taxateurs tot een opslag tussen NAR en exit yield van 0,45%. Hoe hoger de opslag, des te hoger de taxateur de ontwikkeling van het risico van het vastgoed beoordeeld in de toekomst. Een hogere exit yield resulteert namelijk in een lagere marktwaarde met gelijke netto huurinkomsten. Het aanvangsrendement is een vertaling van het risicoprofiel van de investering in het vastgoed. Gedurende de looptijd van het huurcontract zal de huurprijs geïndexeerd worden, waardoor de netto huurprijs in jaar 10 hoger zal zijn dan in jaar 1. Ook hier geldt dat de hoogte van de opslag tussen NAR en exit yield niet doorslaggevend is voor het onderzoek. Het gaat om het verschil van de input variabelen tussen de twee casussen.

2. Casus op basis van triple-net huurcontract

Vervolgens kregen de taxateur de casus op basis van het triple-net huurcontract voorgelegd. Dezelfde stappen moesten doorlopen worden om tot de marktwaarde te komen. In de casus waren de netto huurinkomsten in jaar 1 al berekend, maar volledigheidshalve is deze berekening hieronder nogmaals uitgewerkt.

$$\text{Netto huurinkomsten in jaar 1} = €557.550 - €4.000 = €533.550$$

De casus was zo opgezet dat de netto huurinkomsten voor een single-net en triple-net exact overeenkwamen (€533.550). Dat wil zeggen dat de huurprijs op basis van een triple-net huurcontract precies is afgestemd op de ingeschatte exploitatielasten. De huurprijs is verminderd met de exploitatielasten, die niet meer de verantwoordelijkheid zijn van de verhuurder maar voor rekening en risico komen van de huurder. Dit resulteert in dezelfde netto huurinkomsten voor een single-net als een triple-net huurcontract. De marktwaarde van het vastgoed wordt dus niet beïnvloed door de hoogte van de netto huurinkomsten, maar door het netto rendement dat de taxateur toekent aan de casus.

Op basis van dezelfde netto huurinkomsten hebben de taxateurs hun netto aanvangsrendement voor jaar 1 en exit yield voor jaar 10 weer afgegeven, maar nu voor een triple-net contract. Tabel 4 geeft inzicht in zowel de input als de output variabelen afkomstig uit de casus met het triple-net huurcontract.

Tabel 4: *Uitkomsten casus met triple-net huurcontract*

Input/output	Variabele	Taxateur A	Taxateur B	Taxateur C	Gemiddelde
Input	NAR v.o.n. jaar 1	5,00%	4,50%	4,70%	4,73%
	Exit yield (NAR v.o.n.) jaar 10	5,25%	5,00%	5,30%	5,18%
Output	Marktwaarde (v.o.n.)	€ 11.060.000	€ 12.290.000	€ 11.770.000	€ 11.706.667
	Opslag tussen NAR en exit yield	0,25%	0,50%	0,60%	0,45%

De uitkomsten van de casus geven wederom een divers beeld van de marktwaarden, zoals deze door de taxateurs zijn ingeschat. Er zijn weer verschillen waarneembaar tussen de marktwaarden van de taxateurs. Het verschil tussen de laagste en hoogste marktwaarde komt bij de casus met triple-net

huurcontract uit op €1.230.000. De laagste marktwaarde komt nu uit op €11.060.000 door taxateur A, terwijl taxateur B nog steeds de hoogste marktwaarde heeft gegeven met €12.290.000. De gemiddelde marktwaarde bedraagt nu €11.706.667 voor het verpleeghuis met triple-net huurcontract. De opslag tussen de NAR en exit yield laat zien dat taxateur A de kleinste opslag hanteert met 0,25% en taxateur C de grootste opslag met 0,60%. De gemiddelde opslag tussen de NAR en exit yield komt uit op 0,45%.

3. Verschillen tussen de casus met single-net en triple-net huurcontract

Dit onderzoek is met name gericht op de verschillen in de marktwaarde tussen een triple-net huurcontract en andere type huurcontracten. In de uitwerking van de casus is gebruik gemaakt van een single-net huurcontract om te vergelijken met een triple-net huurcontract. Tabel 5 geeft inzicht in de verschillende input en output variabelen, die door de taxateurs zijn gehanteerd in de uitwerking van de casus. De verschillen zijn tot stand gekomen door de waarde van de triple-net casus af te trekken van de single-net casus. Daarmee wordt inzichtelijk hoe het triple-net contract afwijkt van het single-net contract.

Tabel 5: Uitkomsten casus verschil tussen single-net en triple-net

Input/output	Variabele	Taxateur A	Taxateur B	Taxateur C	Gemiddelde
Input	NAR v.o.n. jaar 1	(-) 0,10%	0,00%	0,00%	(-) 0,03%
	Exit yield (NAR v.o.n.) jaar 10	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Output	Marktwaarde (v.o.n.)	(+) € 220.000	€ 0	€ 0	(+) € 73.333
	Opslag tussen NAR en exit yield	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Marktwaarde (v.o.n.)

De hoogte van de marktwaarden verschilt tussen de drie taxateurs. Echter heeft alleen taxateur A een ander netto aanvangsrendement gehanteerd voor een triple-net huurcontract dan een single-net huurcontract. Taxateur heeft een 0,10% lager netto aanvangsrendement toegepast voor het verpleeghuis met een triple-net huurcontract. Dit resulteert in een hogere marktwaarde voor het vastgoed. Dat is ook terug te zien in de marktwaarde (v.o.n.) als output variabele. De marktwaarde (v.o.n.) van het verpleeghuis met triple-net huurcontract ligt bij taxateur A €220.000 hoger dan bij een single-net huurcontract. Afgezet tegen de waarde van de casus met een single-net contract (€10.840.000) is het relatieve verschil 2,0% hoger. Taxateur B en C hanteren geen verschil in hun netto aanvangsrendement, waardoor de marktwaarde (v.o.n.) gelijk is voor beide casussen. Het gemiddelde verschil in de marktwaarde komt uit op €73.333 hoger. Als dit absolute verschil afgezet wordt tegen de marktwaarde van het single-net huurcontract met €11.633.333, dan is het relatieve verschil slechts 0,6% van de marktwaarde. Dit relatieve verschil is marginaal en is toe te rekenen aan het verschil dat slechts één van de drie taxateurs heeft toegepast in de uitwerking van de casus. Geconcludeerd kan worden dat de taxateurs niet of nauwelijks verschil zien in de marktwaarde van een verpleeghuis met een triple-net huurcontract ten opzichte van verpleeghuis met een single-net huurcontract.

Opslag tussen NAR en exit yield

Als gekeken wordt naar de opslag tussen NAR en exit yield valt op dat alle drie de taxateurs dezelfde opslag hanteren voor een single-net huurcontract als een triple-net huurcontract. Zoals eerder al toegelicht heeft de input van deze opslag geen invloed op de marktwaarde gehad bij de uitwerking van de casus, maar het biedt inzicht in de visie van de taxateurs als het goed om de ontwikkeling van het risicoprofiel van het verpleeghuis in de toekomst. Taxateur A, B en C zouden dezelfde opslag tussen NAR en exit yield hanteren bij zowel een single-net huurcontract als een triple-net huurcontract. Daarmee kan geconcludeerd worden dat de taxateurs verwachten dat er geen aanvullende risico's van toepassing zijn bij de vastgoedexploitatie van een triple-net huurcontract ten opzichte van een single-net huurcontract. Bij een toenemend risico op de vastgoedexploitatie zou de opslag namelijk hoger worden, zodat de

verhuurder gecompenseerd wordt voor het aanvullende risico dat er gelopen wordt. Zo beoordelen alle drie de taxateurs dit echter niet, omdat ze dezelfde opslag hanteren.

Toelichting van de taxateurs op de uitkomsten van de casus

Na de uitwerking van de casus is er aan de taxateurs gevraagd wat hun motieven zijn voor de uitwerking van de casus. Dit biedt de taxateurs de mogelijkheid om een verklaring te geven voor de uitkomsten van de casus. Voor wat betreft de marktwaarde heeft alleen taxateur A een verschil toegepast. Dit is volgens taxateur A te verklaren, omdat de verhuurder bij een triple-net minder risico loopt op de toekomstige kasstroom. In dit geval is de huurder verantwoordelijk voor de exploitatielasten, dus eventuele toekomstige stijgingen van de exploitatielasten komen voor rekening en risico van de huurder. Het risicoprofiel van de netto huurinkomsten van een triple-net huurcontract is volgens taxateur A lager, dan bij een single-net huurcontract. Doordat de verhuurder minder risico loopt is taxateur A van mening dat de verhuurder bereid is een hogere marktwaarde te betalen voor de toekomstige kasstroom. Het is echter de vraag of deze redenatie van de taxateur te verklaren is. Het risico op de exploitatielasten wordt volgens taxateur A verschoven van verhuurder naar de huurder, maar zou betekenen dat de huurder een groter risico loopt tijdens de exploitatiefase. Dat brengt voor de verhuurder dan weer het risico met zich mee dat de huurder de huur in de toekomst niet meer kan betalen. Vanwege de langlopende huurcontracten zal verhuurder gecompenseerd willen worden voor dit verhoogde risico. Het is op basis van de uitwerking van de casus onduidelijk welk van deze twee risico's het zwaarst meegewogen zou moeten worden door de taxateur.

Taxateur B en C beoordelen het verschil in marktwaarde anders dan taxateur A. Zij geven aan dat de netto huurinkomsten in beide gevallen gelijk aan elkaar is, waardoor de theoretische uitgangspunten voor de waardering hetzelfde zijn. Er zit volgens taxateur B en C geen andere risicoprofiel aan een triple-net huurcontract dan een single-net huurcontract. Het verschuiven van het risico voor de exploitatielasten van verhuurder naar huurder resulteert per saldo in hetzelfde risicoprofiel. Om die reden zijn de marktwaarden van beide type huurcontracten gelijk aan elkaar.

Alle drie de taxateurs hanteren geen verschil in de opslag tussen NAR en exit yield. Als reden hiervoor dragen de taxateurs aan dat zij het uitgangspunt hanteren dat de exploitatielasten door de huurder worden uitgevoerd. Voor een taxateur maakt het niet uit of de verhuurder of de huurder het onderhoud uitvoert, zolang de netto huurinkomsten maar gelijk aan elkaar zijn. Als dat het geval is, dan zal de verhuurder aansturen op hetzelfde netto aanvangsrendement. Taxateur A benoemt nog wel dat het verschil in netto aanvangsrendement in jaar 1 van 0,10% gelijk zal blijven gedurende de beschouwingsperiode van 10 jaar. Dit verschil wordt dus niet groter of kleiner. Taxateur C geeft daarbij nog wel aan dat zorgvastgoed in de afgelopen jaren zeer schaars is geweest, waardoor beleggers een opportunistische beleggingsstrategie hanteren. Dit heeft ervoor gezorgd dat de beleggers bij de acquisitie van een verpleeghuis bepaalde risico's heeft geaccepteerd, omdat ze anders niet tot een transactie zouden zijn gekomen. Taxateur C ziet op dit moment wel dat verhuurders moeite hebben om het onderhoud af te dwingen, zoals ze dat bij acquisitie afgesproken hebben. In theorie zou je dat volgens taxateur C kunnen vertalen in een hoger risico tijdens de exploitatie van het vastgoed. Echter is er nog geen marktbevijs, dat dit ook daadwerkelijk aan de orde is.

Opvallend is dat de taxateurs de risico's van de vastgoedexploitatie gedurende de looptijd van een triple-net huurcontract als een belangrijk aandachtspunt benoemden, voordat ze de casus gingen uitwerken. In de uitwerking van de casus worden deze risico's niet vertaald in een hoger aanvangsrendement of opslag tussen NAR en exit yield voor een triple-net huurcontract. De taxateurs geven aan dat ze de aanname voor de marktwaarde doen dat het toekomstig onderhoud correct en tijdig door de huurder wordt uitgevoerd. De taxateurs voorzien dus wel een risico in de vastgoedexploitatie bij een triple-net huurcontract, maar dat heeft geen invloed op de hoogte van de marktwaarde van het verpleeghuis.

Taxateur B en C benoemen nog wel dat de casus uitgaat van een nieuwbouw situatie. In de eerste 10 jaar na oplevering van nieuwbouw zal een huurder relatief weinig onderhoudslasten hebben. Op het moment dat het verpleeghuis zo'n 15 of 20 jaar oud is, dan komen de grotere investeringen die benodigd zijn om het

pand in de juiste technische staat te houden. Het risicoprofiel van nieuwbouw is lager dan dat van bestaande bouw, waar het onderhoud meer aandacht behoeft. Taxateur B zou in het geval van bestaande bouw mogelijk een ander aanvangsrendement of exit yield gehanteerd hebben dan bij nieuwbouw. De risico's van het niet goed uitvoeren van onderhoud zijn groter bij bestaande bouw, dus daar zou een verhuurder ook voor gecompenseerd moeten worden.

c. Samenvatting interviews en casus met taxateurs

Op basis van de casus die is uitgewerkt met 3 taxateurs is er geen tot nauwelijks waar te nemen in het verschil tussen de marktwaarde van een verpleeghuis met een triple-net huurcontract of single-net huurcontract. De taxateurs beoordelen de netto huurinkomsten van het verpleeghuis. Als er geen verschil zit in de theoretische netto huurinkomsten, dan zal de verhuurder hetzelfde netto aanvangsrendement willen ontvangen. Dit resulteert in een gelijke marktwaarde voor het vastgoed. Gedurende de looptijd van het huurcontract hanteren de taxateurs het uitgangspunt dat het niet uitmaakt of een huurder of verhuurder de exploitatielasten op zich nemen. In beide gevallen gaan de taxateurs ervan uit dat de exploitatielasten op vergelijkbare wijze uitgegeven zullen worden. De opslag tussen NAR en exit yield is voor beide type huurcontracten gelijk, dus er is geen verschil in risicoprofiel van de vastgoedexploitatie gedurende de looptijd van het huurcontract. Ondanks dat de taxateurs wel risico's voorzien in de vastgoedexploitatie gedurende de looptijd van een triple-net huurcontract, toch wordt dit nog niet vertaald in de marktwaarde van het vastgoed.

4. Beantwoording deelvragen

Wat zijn de motieven achter de keuze voor of tegen het gebruik van een triple-net huurcontract?

In aanvulling op de motieven uit het literatuuronderzoek komen er uit de interviews met de beleggers en taxateurs nog wel wat aanvullende bevindingen naar voren. De keuze voor een triple-net huurcontract lijkt voor de verhuurders niet enkel economisch gedreven is, maar ook risicobeheersing speelt een belangrijke rol. Het houden van grip op de vastgoedexploitatie is voor zowel de zorginstelling als huurder maar ook de belegger als verhuurder een belangrijke drijfveer. In de praktijk leiden de triple-net huurcontracten tot discussies tussen verhuurder en huurder over het uitvoeren van onderhoud. Het gebrek aan mogelijkheden voor verhuurders om de huurder aan te zetten of zelfs te dwingen om onderhoud uit te voeren is voor beleggers reden om niet (meer) voor triple-net huurcontracten te kiezen. De verhoogde operationele efficiëntie wordt door verhuurders vooral bevestigd als ze een markt in nieuw land willen toetreden zonder daar een volledig team voor aan te nemen.

Hoe waarderen taxateurs de verschillende huurcontracten en welke aspecten van verpleeghuizen beïnvloeden de waarde van het vastgoed?

De geïnterviewde taxateurs benoemen het verschil tussen de bruto en netto huurinkomsten als een belangrijk aspect bij het waarderen van verpleeghuizen. De taxateur moet een goede beoordeling maken van beide vormen van huurinkomsten, zodat het bruto aanvangsrendement op de juiste manier gebruikt kan worden. Over het risico van de vastgoedexploitatie gedurende de looptijd van een triple-net huurcontract beschrijven de taxateurs dat er een verschil zit in het uitvoeren van onderhoud door zorginstelling als huurder of als een belegger dit zelf ter hand neemt. De taxateurs herkennen dat er discussies spelen tussen huurder en verhuurder, omdat de huurder onderhoud uitstelt.

Hoe vaak worden triple-net huurcontracten toegepast bij de verhuur van verpleeghuizen in Nederland?

Uit de enquête van dit onderzoek komt naar voren dat 15,2% van de verpleeghuizen in Nederland worden verhuurd middels een triple-net huurcontract. Dit is gebaseerd op een enquête onder 12 verhuurders van verpleeghuizen. Gezamenlijk hebben de respondenten van de enquête circa 26.200 aan verpleeghuiseenheden in eigendom. Als dit afgezet wordt tegen de totale aantal aan verpleeghuiseenheden van 130.000, dan zouden de respondenten samen goed zijn voor 20% van de markt. Het is onbekend welk aandeel de respondenten van de markt van verhuurde verpleeghuizen hebben, maar het is aannemelijk dat dit een zeer aanzienlijk deel is. Daarmee kan gesteld worden dat de

15,2% verpleeghuizen met een triple-net huurcontract een redelijke inschatting is van de totale zorgvastgoedmarkt.

In hoeverre heeft een triple-net huurcontract invloed op de marktwaardetaxatie van verpleeghuizen?

De uitwerking van de casus in dit onderzoek geeft aanleiding om aan te nemen dat een triple-net huurcontract niet tot nauwelijks invloed heeft op de hoogte van de marktwaarde van een verpleeghuis. De taxateurs die de casus hebben uitgewerkt geven geen of zeer minimaal verschil in waarde ten opzichte van een single-net huurcontract. Ook is er geen verschil waar te nemen in de opslag tussen het netto aanvangsrendement in jaar 1 en de exit yield op basis van een netto aanvangsrendement in jaar 10. Daarmee kan gesteld worden dat de taxateurs geen aanvullende risico's in prijzen voor de vastgoedexploitatie tijdens de looptijd van een triple-net huurcontract ten opzichte van een single-net huurcontract. Dit is gebaseerd op de uitwerking van een casus met een verhuurd verpleeghuis op basis van zowel een single-net alsook een triple-net huurcontract door 3 verschillende taxateurs.

Conclusies

Dit onderzoek wordt afgesloten door de beantwoording van de hoofdvraag zoals geformuleerd in de inleiding. De deelvragen zijn reeds beantwoord in de afzonderlijke hoofdstukken. Voorafgaand aan de beantwoording van de hoofdvraag wordt er nog stil gestaan bij de assumpties, die zijn geformuleerd in het hoofdstuk Methodologie en die de basis vormen voor het analyseren van de interviews met de beleggers en taxateurs. Tot slot worden er nog enkele aanbevelingen gedaan hoe de bevindingen van het onderzoek in de praktijk toegepast kunnen worden.

1. Assumpties

Na het literatuuronderzoek zijn er 4 assumpties geformuleerd, die ingaan op de verhuur en marktwaardetaxatie van triple-net huurcontracten. Onderstaand wordt beknopt toegelicht hoe de assumpties beoordeeld moeten worden.

A. *De keuze voor het huren van verpleeghuizen in plaats van eigendom wordt gedreven door flexibiliteit en een reflectie van het risico.*

Uit de interviews met beleggers komt naar voren dat zorginstellingen de verhuurders van verpleeghuizen gebruiken als een alternatief voor financiering van het vastgoed bij de bank. Verhuurders willen juist ook als vastgoedpartner optreden, zodat zij kennis en expertise kunnen toevoegen aan de vastgoedexploitatie. Voor zorginstellingen is vastgoed van ondergeschikt belang aan de zorgexploitatie. Vanuit dat oogpunt is het logisch dat zorginstellingen de samenwerking aangaan met beleggers voor het huren van verpleeghuizen in plaats van het in eigendom houden. Daarmee wordt flexibiliteit gecreëerd in de vastgoedportefeuille van de zorginstellingen en de risico's behorende bij de vastgoedexploitatie worden gedeeld met een partij, die daar ervaring mee heeft. Op basis daarvan kan gesteld worden dat de assumptie juist is geweest.

B. *De keuze voor het type huurcontracten tussen eigenaars en gebruikers van verpleeghuizen is rationeel verklaarbaar en financieel gedreven.*

De keuze voor het type huurcontract is afhankelijk van de persoonlijke situatie van de belegger. Uit de enquête en daaruit volgende interviews komt een divers beeld naar voren van de voorkeuren van beleggers voor een bepaald type huurcontract. Algeheel kan gesteld worden dat een verhuurder beter niet voor een triple-net huurcontract kan kiezen als de verhuurder zelf direct invloed wil kunnen uitoefenen op het onderhoud van het vastgoed en als de verhuurder een team heeft om deze activiteiten op te pakken. Dit resulteert in een betere en hogere winstgevendheid en waarde van het bedrijf. Verhuurder kiezen voor triple-net huurcontracten als zij de bedrijfsvoering efficiënt willen houden, door de operationele activiteiten uit te besteden aan de huurder. Als gevolg daarvan kan de verhuurder minder goed sturen op onderhoud. De keuze voor het type huurcontract is dus niet enkel financieel gedreven, maar ook gedreven door risicobeheersing. Daarmee is de keuze tot een zekere hoogte rationeel verklaarbaar en financieel gedreven.

C. *De risico's van de vastgoedexploitatie zijn gedurende de looptijd van een triple-net als een bruto huurcontract gelijk aan elkaar.*

In de praktijken blijkt dat er discussies ontstaan tussen huurder en verhuurder over het uitvoeren van onderhoud of het doen van benodigde investeringen in het vastgoed. Ondanks dat de huurder contractueel verplicht is om deze operationele activiteiten op zich te nemen, is het voor verhuurders met een triple-net huurcontract lastig om deze activiteiten af te dwingen. Dit is voor beleggers reden om geen triple-net huurcontracten voor verpleeghuizen aan te gaan of zelfs het aantal contracten te gaan verminderen. Voor taxateurs is er op dit moment nog onvoldoende marktbevijs om in hun taxaties aan te nemen dat er een verschil in risico is. Om die reden worden er geen hoger aanvangsrendement of exit yield gehanteerd voor triple-net huurcontracten. Echter herkennen de taxateurs de discussies tussen huurder en verhuurder en het uitstellen van onderhoud wel. Dit wordt nog niet vertaald in hun taxaties.

- D. De marktwaarde van het vastgoed van verpleeghuizen met een triple-net huurcontract ligt hoger dan die van verpleeghuizen met een ander type huurcontracten.*

Zowel beleggers als de taxateurs geven in de interviews en uitwerking van de casus aan dat er niet of nauwelijks een verschil waarneembaar is in de marktwaarde van verpleeghuizen met een triple-net huurcontracten dan andere type huurcontracten. Voor beleggers kan een type huurcontract dat niet hun voorkeur heeft, betekenen dat ze geen bieding uitbrengen, maar er zit geen verschil in de hoogte van de marktwaarde. De hogere winstgevendheid en waarde van een verhuurder zonder triple-net huurcontracten lijkt dus niet direct te relateren aan de marktwaarde van het vastgoed. Daarmee wordt deze assumptie niet bevestigd in dit onderzoek.

2. Hoofdvraag

Concluderend voor dit onderzoek zal nu antwoord gegeven worden op de hoofdvraag. Dit is gebaseerd op het literatuuronderzoek, de enquête onder 12 beleggers, de interviews met 3 beleggers en interview met case studie met 3 taxateurs.

Wat is de invloed van een triple-net huurcontract op de verhuur en marktwaardetaxatie van verpleeghuizen?

In Nederland wordt 15% van de verpleeghuizen (zowel intramuraal als particuliere woonzorg) verhuurd op basis van een triple-net huurcontract. Dit blijkt uit een enquête onder 12 beleggers, die gezamenlijk 559 verpleeghuizen en 26.200 verpleeghuizeenheden in eigendom hebben. Deze inventarisatie is nog niet eerder gemaakt voor de Nederlandse zorgvastgoedmarkt en geeft inzicht in de omvang van het gebruik van triple-net huurcontracten. De verhuur op basis van triple-net zou volgens onderzoek van Allen et al. (2023) resulteren in een hogere operationele efficiëntie, maar leidt wel tot een lagere winstgevendheid en waarde van het bedrijf. De hogere operationele efficiëntie maakt het voor beleggers eenvoudiger om bijvoorbeeld een nieuwe markt of land toe te treden. Dit wordt bevestigd in de interviews met 3 beleggers. Echter komt ook in de interviews naar voren dat sommige beleggers met triple-net huurcontracten ervoor kiezen om het aantal triple-net huurcontracten weer af te bouwen.

Een van de belangrijkste redenen voor verhuurder om niet te kiezen voor een triple-net huurcontract met verpleeghuizen is het gebrek aan grip op de uitvoering van onderhoud. In de praktijk leidt dit volgens de geïnterviewde beleggers en taxateurs ertoe dat huurders bepaalde investeringen en onderhoud aan het pand uitstellen. Dit resulteert in discussies tussen verhuurder en huurder om het onderhoud alsnog uit te voeren. Verhuurders zien dat zorginstellingen vaak hun handen al vol hebben aan de zorgexploitatie, waardoor de vastgoedexploitatie niet de voorrang krijgt die de verhuurders wel zouden willen. Het afdwingen van het uitvoeren van onderhoud blijkt in de praktijk erg lastig. Daarbij speelt mogelijke reputatieschade voor verhuurder een rol om voorzichtig met de contractuele afspraken om te gaan.

Ondanks het erkennen van de risico's die komen kijken bij de exploitatie van een verpleeghuis met een triple-net huurcontract, heeft het type huurcontract niet tot nauwelijks van invloed op de hoogte van de marktwaarde van een verpleeghuis. Dit blijkt uit interviews met case studie door 3 onafhankelijke taxateurs. De taxateurs schatten de marktwaarde van een verpleeghuis met een triple-net huurcontract gelijk in als een verpleeghuis met een single-net huurcontract. Ook de ontwikkeling van het risico gedurende de looptijd van het huurcontract verschilt niet tussen de type huurcontracten. Dit risico was in de casus uitgedrukt in de opslag tussen het netto aanvangsrendement in jaar 1 en de exit yield in jaar 10. Als verklaring hiervoor geven de taxateurs aan dat de Nederlandse zorgvastgoedmarkt nog relatief 'jong' is en de eerste discussie omtrent het niet uitvoeren van onderhoud nu pas beginnen te spelen. Dit heeft zich nog niet vertaald in marktbewijs op basis waarvan de taxateurs hun taxaties kunnen aanpassen.

3. Aanbevelingen

De bevindingen van dit onderzoek geven een concrete toelichting en verklaringen voor het gebruik van triple-net huurcontracten. Dit type huurcontract biedt voor beleggers kansen om een markt te betreden, maar ook voor zorginstellingen biedt het de kans om zelf verantwoordelijk te zijn voor het onderhoud en

andere operationele activiteiten. Daarmee is het nog steeds een geschikt type huurcontract om verpleeghuizen te verhuren. Echter is er wel een aantal aanbevelingen, die bruikbaar zijn bij de verhuur van verpleeghuizen op basis van een triple-net huurcontract.

- **Maak de (netto) huurinkomsten en exploitatielasten inzichtelijk:** De keuze tussen een bruto of netto huurcontract is in eerste instantie meestal financieel gedreven, waarbij de huurder kiest voor de meest voordelige optie. Als het type huurcontract wordt vastgelegd tussen huurder en verhuurder (wat vaak ook een ontwikkelaar is), dan is het belangrijk om de zorginstelling goed te informeren over de exploitatielasten. Het is zaak voor de verhuurder om deze taak op zich te nemen, zodat de huurder niet voor verrassingen komt te staan bij onverwachts onderhoud.
- **MJOP als bijlage:** stel bij aanvang van de huurtermijn een gezamenlijke MJOP op, waar zowel huurder als verhuurder zich in kunnen vinden. Voeg dit MJOP toe als bijlage aan het huurcontract. Het MJOP beschrijft het benodigde onderhoud voor de komende 20 jaar. Dit biedt zorginstellingen ook inzicht in de financiële verplichtingen, die ze aangaan bij het sluiten van een triple-net huurcontract.
- **Verplichting voor aanhouden van jaarlijkse financiële investering:** Om te voorkomen dat huurder investeringen in het vastgoed en bijbehorend onderhoud gaat uitstellen, kunnen verhuurder en huurder in het huurcontract vastleggen dat huurder een jaarlijks bedrag aanhoudt ten behoeve van de operationele activiteiten. Dit bedrag hoeft niet elk jaar worden uitgegeven, omdat onderhoud van vastgoed geen lineaire trendlijn volgt. Maar dit biedt een verhuurder wel de zekerheid dat er financiële middelen beschikbaar zijn om in te zetten als onderhoud noodzakelijk is.
- **Maak vooraf afspraken hoe je wilt omgaan met geschillen:** In de praktijk blijkt dat het geregeld tot geschillen blijkt te komen tussen huurder en verhuurder over het onderhoud. Om die reden is het goed om daar in het huurcontract al afspraken over te maken, zodat voor beide partijen duidelijk is hoe er omgegaan wordt met bepaalde discussies. Het betrekken van een onafhankelijk expert is daarbij aan te raden.
- **Houd de volwassenheid van de zorgvastgoedmarkt in de gaten:** In de afgelopen 10 jaar zijn er veel huurcontracten gesloten met nieuwbouwverpleeghuizen. Het onderhoud van deze complexen is in de eerste 10 jaar na oplevering relatief overzichtelijk en zonder enorme risico's. Naarmate de zorgvastgoedmarkt echter ouder wordt, zal ook de behoefte aan onderhoud toenemen. Het is de vraag of dit voor alle partijen in de markt duidelijk is en in hoeverre er rekening gehouden wordt met bepaalde investeringen in het vastgoed in het komende decennium.

Toepasbaarheid en reflectie

Dit onderzoek betreft een company research paper. De bevindingen van dit onderzoek zouden voor Capital Value van waarde kunnen zijn om zichzelf verder te ontwikkelen. Daarnaast biedt het onderzoek nog ruimte voor nieuwe onderzoeken en de bevindingen moeten tegen de juiste achtergrond beoordeeld worden.

1. Toepasbaarheid

Capital Value is een adviseur in de beleggingsmarkt van woningen en zorgvastgoed. Vanuit die rol wil Capital Value een verbindende schakel in de vastgoedwereld zijn door partijen bij elkaar te brengen in een goed functionerende woning- en zorgvastgoedmarkt. In de onderzoek wordt nogmaals benadrukt wat de uitdagingen zijn waar de zorgmarkt in Nederland voor staat. De doelgroep ouderen met een zorgbehoefte zal sterk gaan stijgen in de komende decennia, terwijl er op dit moment als sprake is van een tekort aan geschikte verpleeghuisplekken. De huisvesting van de doelgroep zal zeker in relevantie gaan toenemen, waarbij zorginstellingen keuzes moeten gaan maken hoe zij om willen gaan met hun vastgoed. De scheiding van zorgexploitatie (OpCo) en vastgoed (PropCo) door zorginstellingen middels sale-leaseback transacties stelt de organisaties voor de keuze hoe zij om willen gaan met de exploitatie en het onderhoud. Met het volwassen worden van de zorgvastgoedmarkt zullen zorginstellingen vaker voor deze keuze komen te staan.

Kennis is noodzakelijk voor de zorginstellingen en beleggers in zorgvastgoed om een goed onderbouwde keuze te maken. De bevindingen van dit rapport helpen Capital Value bij het adviseren van beleggers, woningcorporaties, zorginstellingen en ontwikkelaars bij het sluiten van nieuwe huurcontracten en de realisatie van nieuwe verpleeghuizen. De trend dat alle beleggers voornamelijk triple-net huurcontracten willen, lijkt niet meer de overhand te hebben. Het houden van grip is een belangrijk onderwerp voor de verhuurders. Dit blijkt minder makkelijk bij triple-net contracten, dan door beleggers initieel gedacht. Echter hoeft dat niet te betekenen dat triple-net huurcontracten niet bruikbaar zijn. Onder de juiste voorwaarden kan het nog steeds een interessante optie zijn. Echter moeten huurders en verhuurders goed nadenken over een aantal criteria om te bepalen wat hun strategie wordt. Belangrijke criteria zijn de hoeveelheid grip op het vastgoed, de capaciteit en expertise om vastgoed te exploiteren en de bereidheid om lange termijn investeringen in het vastgoed te doen. Capital Value kan deze boodschap overbrengen en zorgen voor een gelijk speelveld onder verhuurders en huurders van verpleeghuizen. Het gebrek aan kennis zou geen uitgangspunt moeten zijn om een bepaald type huurcontract niet aan te gaan.

2. Reflectie

De bevindingen van dit onderzoek zijn tot stand gekomen door middel van verschillende onderzoeksmethoden. Ondanks dat het onderzoek gedegen uit is gevoerd, biedt de reflectie ruimte om de gehanteerde onderzoeksmethode en uitgangspunten eens tegen het licht te houden.

- Het onderzoek is uitgevoerd onder slechts 12 respondenten via de enquête, 3 diepte-interviews met beleggers en 3 interview met case studie met taxateurs. Ondanks dat alle respondenten veel ervaring hebben met zorgvastgoed, is het lastig in te schatten in hoeverre de bevindingen generaliseerbaarheid zijn voor de gehele markt. Er is geen empirisch onderzoek gedaan op basis van statistiek, omdat hier niet voldoende data voor beschikbaar was.
- De behandelde case studie, die door de taxateurs is uitgewerkt, is op basis van een nieuwbouw verpleeghuis. In de eerste 10 jaar na oplevering van nieuwbouw zou de factor onderhoud relatief beperkt moeten zijn. Dit kan dus invloed gehad hebben op de risicoperceptie van de taxateurs bij het beoordelen. Echter zorgt de case studie op basis van nieuwbouw wel voor weinig randzaken, die een taxateur aanvullend zou moeten beoordelen. Dat maakt de bevindingen wel beter
- De aanname in de case studie wordt gedaan dat huurcontracten tussen verhuurder en zorginstelling als huurder wordt gesloten onder volledig openbare informatie en gelijke marktmacht. Het is twijfelachtig of huurcontracten met verpleeghuizen ook daadwerkelijk tot

stand komen op deze wijze, waarbij zorginstellingen bijvoorbeeld een kennisachterstand hebben op vastgoedgebied of er is sprake van een monopolistische markt met meer marktmacht voor de verhuurder.

- De bevindingen van het onderzoek zijn niet gereflecteerd met zorginstellingen. Deze groep vormt een belangrijk onderdeel bij de verhuur van verpleeghuizen, dus het zou goed zijn om te controleren in hoeverre zorginstellingen de dezelfde conclusies trekken als de beleggers en taxateurs.
- Dit onderzoek biedt geen inzicht in de keuze welke combinatie van (netto)huurinkomsten en exploitatielasten de voorkeur hebben van verhuurder en huurder. Bij het afstellen van de huurprijs wordt er gebruik gemaakt van een afslag op de huurprijs voor triple-net op basis van de verwachte exploitatielasten. Deze afslag is een korting op de huurprijs, maar het zou interessant zijn om te achterhalen of die afslag in de praktijk ook te verantwoorden is.

Literatuurlijst

- ActiZ. (2023). *Minister staat toch uitbreiding verpleeghuizen toe*. Geraadpleegd op 10 mei 2024, via <https://www.actiz.nl/minister-staat-toch-uitbreiding-verpleeghuizen-toe>
- ActiZ. (2024). *Hoe staat het met: de wachtlijsten voor verpleeghuizen?*. Geraadpleegd op 13 mei 2024, via <https://www.actiz.nl/hoe-staat-het-met-de-wachtlijsten-voor-verpleeghuizen>
- Aedifica. (2024). *Nederland*. Geraadpleegd op 13 mei 2024, via <https://aedifica.eu/nl/nederland/>
- Allen, M.T., Huerta, D., Weeks, H.S. & Wright, J. (2023). Triple-Net Leased Property Portfolios and REIT Performance. European Real Estate Society, Annual European Real Estate Society Conference, 29th (Londen, VK).
- Alzheimer Nederland. (2024). *Mensen met dementie per gemeente*. Geraadpleegd op 1 juli 2024, via www.alzheimer-nederland.nl
- August, M. (2022). Securitising Seniors Housing: The Financialisation of Real Estate and Social Reproduction in Retirement and Long-Term Care Homes. *Antipode*, 54(3), 653-680.
- BNR. (2012). *ING Real Estate heft Healthcare-fonds op*. Geraadpleegd op 24 mei 2024, via <https://www.bnr.nl/feeds/anp/10256615/ing-real-estate-heft-healthcare-fonds-op>
- Bouwinvest. (2015). *Jaarverslag 2014 Bouwinvest Real Estate Investment Management B.V.*. Geraadpleegd op 24 mei 2024, via <https://www.bouwinvest.nl/media/1268/jv-bouwinvest-reim-2014.pdf>
- Cahill, D. (2006). The advantages of leasing. *Nursing home/long term care management*. P8-9.
- Capital Value. (2024). *Transactievolume zorgvastgoedmarkt gehalveerd, nieuwbouwambities onder druk*. Geraadpleegd op 24 mei 2024, via <https://www.capitalvalue.nl/nieuws/transactievolume-zorgvastgoedmarkt-gehalveerd-nieuwbouwambities-onder-druk/>
- Carswell, A. (2016). An analysis of operating expense control within US multifamily properties. *Property Management*, 35(1), 48-66.
- CBRE. (2019). *Northwest koopt Medimall in Rotterdam*. Geraadpleegd op 13 mei 2024, via <https://nieuws.cbre.nl/northwest-koopt-medimall-rotterdam/>
- CBS. (2020). *Laatste levensjaren tachtigplussers*. Geraadpleegd op 24 mei 2024, via <https://www.cbs.nl/nl-nl/longread/statistische-trends/2020/laatste-levensjaren-tachtigplussers?onepage=true>
- CBS. (2024)¹. *Dashboard Bevolkingsprognose*. Geraadpleegd op 24 mei 2024, via https://dashboards.cbs.nl/v5/dashboard_bevolkingsprognose/
- CBS. (2024)². *Ontwikkelingen rente Wlz-zorginstellingen 1998-2022*. Geraadpleegd op 24 mei 2024, via <https://www.cbs.nl/nl-nl/longread/aanvullende-statistische-diensten/2023/ontwikkelingen-rente-wlz-zorginstellingen-1998-2022?onepage=true>
- Chinloy, P. & Maribojoc, E. (1998). Expense and Rent Strategies in Real Estate Management. *Journal of Real Estate Research*, 15:3, 267-282
- Cofinimmo. (2013). *Annual financial report 2012*. Geraadpleegd op 8 juni 2024, via <https://www.cofinimmo.com/medie/1351/annual-reporten.pdf>
- Diepstraten, P. & Schweitzer, M. (2012). Alternatieve kapitaalstructuren in de zorg, banken zijn terughoudend en strikt in voorwaarden, *Headline*, 2012 (10), 6-10.
- Diepstraten, P. & Verweij, C. (2022). *Onderzoek huursituaties i.r.t. nhc-vergoeding*. Geraadpleegd op 15 juni 2024, via https://puc.overheid.nl/PUC/Handlers/DownloadBijlage.ashx?puclid=PUC_743609_22_1&bestand=Bijlage_1_bij_BR-REG-24117_Onderzoek_huursituaties_i.r.t._nhc-vergoeding_-_12-05-2022.pdf&bestandsnaam=Bijlage+1+bij+BR-REG-24117+Onderzoek+huursituaties+i.r.t.+nhc-vergoeding+-+12-05-2022.pdf

- Edelstein, R.H. & Liu, P. (2016). The Economics of Commercial Real Estate Preleasing. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 53, 200-217.
- EIB. (2015). *Beleggen in zorgvastgoed*. Geraadpleegd op 8 juni 2024, via <https://www.eib.nl/publicaties/beleggen-in-zorgvastgoed/>
- Eichholtz, P.M.A., Kok, N. & Wolnicki, B.G. (2007). Who should own senior housing? *Journal of Real Estate Portfolio Management*, vol. 13, no. 3, 205-217.
- Eurostat. (2024). *Population on 1st January by age, sex and type of projection*. Geraadpleegd op 13 juli 2024, via https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/proj_23np__custom_11345399/
- Faessen, W. (2022). Meer vraag naar geschikte ouderenhuisvesting en zorgvastgoed. *VOGON Real Estate Research Quarterly*, december 2022.
- Finance Ideas. (2019). *Financiële zorgthermometer. Alternatieve financieringsvormen in de zorg nemen toe*. Geraadpleegd op 4 juli 2024, via <https://finance-ideas.nl/wp-content/uploads/2020/01/persbericht-met-toelichting-q4-2019.pdf>
- Ghosh, C. & Petrova, M.T. (2016). The Impact of Capital Expenditures on Property Performance in Commercial Real Estate. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 55, 106-133.
- Gijp, B. van der (2014), Investeren in zorgvastgoed: relatief onbekende assetclass. In Barometer Maatschappelijk Vastgoed. Geraadpleegd op 1 juni 2024, via <https://www.corporaterem.nl/wp-content/uploads/Barometer2016.pdf>
- Gottlieb, M. (2015). Healthcare REITs and their Operator Partnerships. *Cornell Real Estate REview*, 13, 112-124.
- Harrington, C., Jacobsen, F.F., Panos, J., Pollock, A., Ssutaria, S. & Szebehely, M. (2017). Marketization in Long-Term Care: A Cross-Country Comparison of Large For-Profit Nursing Home Chains. *Health Services Insights*, 10, 1-23.
- Hermus, J.A.C.M. & Baaij, J. de. (2016). *Zorgvastgoed groeit uit de kinderschoenen*. In Barometer Maatschappelijk Vastgoed. Geraadpleegd op 1 juni 2024, via <https://www.corporaterem.nl/wp-content/uploads/Barometer2016.pdf>
- IGJ. (2024). *Personeelstekorten in de zorg*. Geraadpleegd op 10 mei 2024, via <https://www.igj.nl/onderwerpen/inzet-personeel-in-de-zorg/personeelstekort>
- Kieft, T. (2024). Te weinig baby's: Japans luiermerk maakt voortaan alleen nog pampers voor ouderen. *Het Parool*.
- Leensen, R.H.W.H. & Poulssen, R.P.J.J. (2023). Barometer Nederlandse Gezondheidszorg 2023. *Ernst & Young Accountants LLP*
- Loeff, K., Meijel, L. van. & Opmeer, P. (2005). *Bejaardentehuizen. Categorieel onderzoek wederopbouw 1940-1965*. Geraadpleegd op 18 mei 2024, via <https://www.cultureelerfgoed.nl/publicaties/publicaties/2005/01/01/bejaardentehuizen-categorieel-onderzoek-wederopbouw-1940-1965>
- Mair, P. (2019). What should seniors housing investors keep in mind about triple-net leases?. *NREI*, april 2019, p30.
- Ministerie BZK (2024). *Woonzorggebouwen*. Geraadpleegd op 24 mei 2024, via <https://www.volkshuisvestingnederland.nl/onderwerpen/daeb/overig-daeb-vestiging/woonzorggebouwen>
- Mooradian, R.M. & Yang, S.X. (2002) Commercial Real Estate Leasing, Assymmetric Information, and Monopolistic Competition. *Real Estate Economics*, 30(2), 293-315.
- Nelson, R.D. (1991). Expenses on a triple-net lease. *Appraisal Journal*. Oct91, Vol. 59 Issue 4, p551.
- NRTV. (2022). *International Valuation Standards 2022*. Geraadpleegd op 6 juli 2024, via <https://www.nrvt.nl/regelgeving/reglementen-en-praktijkhandreikingen>

- Nza. (2016) *Invoering en tarieven normatieve huisvestigingscomponent (NHC) en inventariscomponent (NIC)*. Geraadpleegd op 1 juni 2024, via https://puc.overheid.nl/nza/doc/PUC_21601_22/1/
- Nza. (2024). *Wat is de nhc en hoe wordt deze jaarlijks geïndexeerd?*. Geraadpleegd op 1 juni 2024, via <https://www.nza.nl/documenten/vragen-en-antwoorden/wat-is-de-nhc-en-hoe-wordt-deze-jaarlijks-geïndexeerd>
- Oostvoorn, M. van. (2014). *Institutioneel Zorgvastgoed: het ontstaan van een nieuwe markt. Vba beleggingsprofessionals journal*, 8-12.
- Overheid. (2024) *Verantwoordingsinformatie woningcorporaties (dVi2022-hfd5)*. Geraadpleegd op 1 juli 2024, via <https://data.overheid.nl/dataset/verantwoordingsinformatie-woningcorporaties-dvi2022-hfd5>
- PropertyNL. (2010). *Syntrus Achmea Vastgoed belegt in deel vastgoed Maasziekenhuis Boxmeer*. Geraadpleegd op 21 juli 2024, via <https://propertynl.com/Nieuws/Syntrus-Achmea-Vastgoed-belegt-in-deel-vastgoed-Maasziekenhuis-Boxmeer/48abd0f9f7dd4b68b48b363755fafa42>
- Rijksoverheid. (2024). *Woningwet: regels voor woningcorporaties*. Geraadpleegd op 1 juni 2024, via <https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/woning-verhuren/woningwet-regels-voor-woningcorporaties>
- Schaepkens, F. & Suurland, L. (2013). *Vastgoed in de jaarrekening van AWBZ-zorginstellingen. Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*. 87^e jaargang, november, p459-472
- Talansky, J. & Newburn, J. (2019). *The use of master leases in commercial real estate transactions. The practical real estate lawyer*, 38-49.
- Tellatin, J.K., Cremeens, V., Schopp, B.J. & Taggart, H.C. (2023). *Valuation of the Leased Fee and Leasehold Interests of Senior Housing and Health Care Enterprises. The Appraisal Journal*, Issue 4, 2023, p216-232.
- Teuben, B. (2022). *Healthcare Real Estate Investments, an International Comparison. VOGON Real Estate Research Quarterly*, december 2022.
- Veuger et al. (2016). *Barometer Maatschappelijk Vastgoed 2016*. Onderzoeken, trends en ontwikkelingen in zorgvastgoed en gemeentelijk vastgoed. Geraadpleegd op 1 juni 2024, via <https://www.corporaterem.nl/wp-content/uploads/Barometer2016.pdf>
- Weller, C. (2017). *Japanese people who can't afford elder care are reviving a practice known as 'granny dumping'*. Business Insider. Geraadpleegd op 11 mei 2024, via <https://www.businessinsider.com/japanese-people-reviving-granny-dumping-practice-2017-1>
- Weeks, S., Huerta, D., Allen, T., & Wright, J. (2023). *Triple-Net Leased Property Portfolios and REIT Performance*. (ERES eres2023_353). *European Real Estate Society* (ERES).