

## Mogelijkheden van zorgvastgoed als beleggingscategorie in Nederland

Een vergelijking tussen het gebruik en de prestatie van niet-curatief zorgvastgoed in Nederland, het Verenigd Koninkrijk, Australië en de Verenigde Staten.



Auteur: Devin Ummels  
Opdracht: Master Thesis  
Studie: Real Estate Studies  
Faculteit: Ruimtelijke Wetenschappen  
Begeleider: prof. dr. E. F. Nozeman  
Tweede begeleider: dr. H. J. Brouwer  
Datum: 26-08-15



**rijksuniversiteit  
groningen**

## **Voorwoord**

Voor u ligt mijn scriptie ter afronding van de Master Real Estate Studies van de Faculteit Ruimtelijke Wetenschappen aan de Rijksuniversiteit Groningen. Dit onderzoek staat in het kader van beleggen in niet-curatief zorgvastgoed. Mijn interesse in zorgvastgoed is gewekt in de periode als stagiair bij gedelegeerd ontwikkelaar RO Groep te Maastricht. Het daar werken aan complexe vastgoedproblemen voor ziekenhuizen heb ik als zeer uitdagend ervaren. Tijdens de master Real Estate Studies ben ik meer in aanraking gekomen met de beleggingskant van vastgoed waar ik mij sindsdien ook zeer in interesseer. Deze thesis is een samenkomst van beide en combineert een nieuwe en uitdagende vastgoedcategorie met gevestigde portefeuilletheorieën.

Deze scriptie is het resultaat van een onderzoek dat niet alleen veel tijd en moeite heeft gekost maar ook tot stand is gekomen door goede begeleiding. Een woord van dank daarom aan Dhr. Ed Nozeman voor zijn scherpe en actieve begeleiding, de adviezen en kritiek heb ik als zeer prettig ervaren.

Rest mij enkel nog de lezer veel leesplezier te wensen.

Groningen, juli 2015

Devin Ummels

## Management Summary

Changes in the Dutch health care system create new incentives for institutional investors to start investing in healthcare real estate. Privatization and deregulation are central in these changes and demand increasing efficiency of healthcare suppliers. Regarding real estate owned by healthcare providers their knowledge isn't sufficient in doing so. Approximately 52 million m<sup>2</sup> of healthcare real estate exists in the Netherlands and thus is comparable to the market for offices. Figures on the performance of this real estate category, however, do not yet exist and data as performance and risk / return ratio are unknown for the investor. There should therefore be more insight into the performance of healthcare property and the role it can play in the investment portfolio. This study of exploratory nature offers an international comparison of experienced healthcare real estate markets and the Netherlands. The purpose of this study is, therefore:

**Providing more insights into the performances and possibilities of healthcare real estate for investors to enhance their capabilities in justifying investment decisions.**

Until 2018 care providers can still use a capital cost allowance after which they are fully responsible for their own investment decisions. This reform was launched in 2006 and has given investors the impetus to enter healthcare real estate. Because of the still limited information availability about this property category this thesis will carry out a comparison between three countries: the United States, Australia and the United Kingdom, to provide insights regarding healthcare property in the Netherlands. Examined in this thesis are both policy aspects and economic aspects. Assessing the economic performance involves use of the Modern Portfolio Theory from Markowitz (1952). The policy component can be divided into a political-administrative and a financial framework. The former context shows that despite the retreat of the Dutch government from the healthcare market other authorities (still) actively participate in the care market. This mainly applies to the cure healthcare market, whereas the non-curative section is privately organized or the tendency of privatization is deployed. In addition to participation in the health care market monitoring quality and accessibility of care is an important policy issue for these countries in the comparison.

In addition to participation in the health care market monitoring quality and accessibility of care is an important policy issue for these countries in the comparison. The financing arrangements vary greatly between both curative and non-curative and between the countries themselves. The non-curative portion is substantially privately funded, whether or not in combination with the government. The lack of data is the critical point in this thesis where the most relevant conclusions are to be made on the basis of REITs data. The position of healthcare real estate plays a significant role in the portfolio of the investor. There is a solid risk / return profile and there are strong determinants behind healthcare real estate. Risks herein are the lack of experience among Dutch investors and political uncertainty surrounding the shaping of health policy. In general, it can be concluded that healthcare real estate strengthens the "core" of the investment portfolio and investors can benefit from the growth of this young asset class.

## Samenvatting

Door de veranderingen in het Nederlandse zorgsysteem komen er steeds meer incentives voor beleggers om in te stappen in zorgvastgoed. Privatisering en deregulering staan centraal in deze veranderingen en vereisen een toename in efficiëntie van de zorgaanbieders. Ten aanzien van het vastgoed in bezit van zorgpartijen schiet hun kennis hierin tekort. Circa 52 miljoen m<sup>2</sup> zorgvastgoed is er in Nederland en dit is daarmee vergelijkbaar met de kantorenmarkt. Cijfers over de prestatie van deze vastgoedcategorie bestaan echter nog niet en zaken als prestatie en risico/rendement verhouding zijn voor de belegger onbekend. Er dient dus meer inzicht te worden verschaft in de prestatie van zorgvastgoed en welke rol deze categorie kan spelen in de beleggingsportefeuille. Dit onderzoek van exploratieve aard vormt door middel van een internationale vergelijking tussen “ervaren” zorgvastgoedmarkten en Nederland hiertoe een aanzet. Het doel van dit onderzoek is dan ook:

**Beleggers meer inzicht verschaffen in de prestatie en mogelijkheden van zorgvastgoed om investeringsbeslissingen dienaangaande meer verantwoord te kunnen nemen.**

Tot 2018 kunnen zorgaanbieders nog gebruik maken van een kapitaallastenvergoeding waarna zij volledig verantwoordelijk zijn voor hun eigen investeringsbeslissingen. Deze hervorming is van start gegaan in 2006 en heeft beleggers de aanzet gegeven deze vastgoedcategorie te betreden. Door de nog beperkte informatie beschikbaar over deze vastgoedcategorie zal deze thesis via een vergelijking met een drietal landen: de Verenigde Staten, Australië en het Verenigd Koninkrijk, inzichten verschaffen ten aanzien van zorgvastgoed in Nederland. Hierin worden zowel de beleidsaspecten als de economische aspecten onderzocht. Om de economische prestatie te beoordelen wordt er gebruikt gemaakt van de Moderne Portefeuille Theorie van Markowitz (1952). De beleidscomponent kan worden opgedeeld in een politiek-bestuurlijk en een financieringskader. Vanuit eerstgenoemd kader komt naar voren dat ondanks het terugtreden van de Nederlandse overheid uit de zorgmarkt de andere overheden (nog) wel actief participeren op de zorgmarkt. Hierbij gaat het echter veelal om curatieve zorg waarbij het niet-curatief gedeelte privaat is georganiseerd of de tendens van privatisering is ingezet. Naast participatie in de zorgmarkt is controle op kwaliteit en bereikbaarheid van zorg een belangrijk beleidspunt voor genoemde landen in de vergelijking. De financieringsvormen verschillen sterk tussen zowel curatief en niet-curatief als tussen de landen zelf. Het niet- curatieve gedeelte is hoofdzakelijk privaat gefinancierd al dan niet in combinatie met de overheid. Economisch gezien is vooral een gebrek aan data het kritische punt in deze thesis. Vooral op basis van data van REITs kunnen relevante conclusies worden getrokken. De positie van zorgvastgoed speelt een belangrijke rol in de portefeuille van de belegger. Er is sprake van een stevig rendement/risico profiel en sterke determinanten in zorgvastgoed. Risico's zijn het gebrek aan ervaring onder Nederlandse beleggers en politieke onzekerheid rondom de vormgeving van het zorgbeleid. Over het algemeen kan worden geconcludeerd dat zorgvastgoed de 'core' van de beleggingsportefeuille versterkt en beleggers kunnen profiteren van de groei van deze jonge beleggingscategorie.

## Inhoudsopgave

<b>Voorwoord</b> .....	<b>2</b>
<b>Management Summary</b> .....	<b>3</b>
<b>Samenvatting</b> .....	<b>4</b>
<b>Inhoudsopgave</b> .....	<b>5</b>
<b>1. Introductie</b> .....	<b>6</b>
1.1 Aanleiding.....	6
1.2 Afbakening .....	7
1.3 Doel- en probleemstelling .....	7
1.4 Onderzoeksopzet.....	8
1.5 Relevantie .....	10
1.6 Leeswijzer .....	11
<b>2. Theoretisch Kader</b> .....	<b>12</b>
2.1 Moderne Portefeuille Theorie (M.P.T.) .....	12
2.2 Zorgvastgoed als belegging.....	16
<b>3. Oriëntatie markten voor zorgvastgoed</b> .....	<b>18</b>
<b>4. Het contextueel beleidskader voor care(vastgoed) in de geselecteerde landen</b> .....	<b>20</b>
4.1 Nederland .....	20
4.2 Australië .....	21
4.3 Verenigd Koninkrijk.....	23
4.4 Verenigde Staten.....	25
<b>5. Economische prestaties zorgvastgoed</b> .....	<b>28</b>
5.1 Verenigde Staten.....	28
5.2 Australië .....	30
5.3 Verenigd Koninkrijk.....	32
<b>6. De positie van zorgvastgoed in de Nederlandse beleggingsportefeuille</b> .....	<b>36</b>
6.1 Bestaande vastgoedmarkt .....	36
6.2 Vergelijking zorgmarkten .....	38
6.3 Positionering Nederlands zorgvastgoed .....	42
<b>7. Conclusie, Aanbevelingen en Reflectie</b> .....	<b>45</b>
7.1 Conclusie .....	45
7.2 Aanbevelingen .....	45
7.3 Reflectie .....	46
<b>Literatuur</b> .....	<b>48</b>
<b>Internet bronnen</b> .....	<b>50</b>
<b>Bijlage 1. Rekenmodel</b> .....	<b>53</b>
<b>Bijlage 2. Varianties/Covarianties MPT berekening</b> .....	<b>53</b>

## 1. Introductie

Dit hoofdstuk beschrijft de aanleiding van dit onderzoek. Er wordt een antwoord gegeven op de vraag wat er interessant is aan een internationale vergelijking van beleggen in zorgvastgoed en welke informatie dit kan verschaffen aan beleggers. Nadat de aanleiding is toegelicht wordt de probleemstelling geformuleerd en worden hiervan afgeleide onderzoeksvragen opgesteld. Hierop volgt een uiteenzetting van de werkwijze en onderzoeksmethodologie. Afsluitend wordt een leeswijzer gepresenteerd met een korte weergave van de inhoud van dit rapport.

### 1.1 Aanleiding

Door de veranderingen in het Nederlandse zorgstelsel komen er steeds meer incentives voor beleggers om in te stappen in zorgvastgoed. Het scheiden van wonen en zorg en de invoering van de WTZi (Wet Toelating Zorginstellingen) leidt ertoe dat zorginstellingen ervoor dienen te zorgen dat het vastgoed dat zij in bezit hebben economisch verantwoord is en commercieel aantrekkelijk. Door het gebrek aan expertise mbt vastgoed in de zorgwereld biedt dit mogelijkheden voor de belegger om in deze markt te stappen. Gezien de huidige omvang van de zorgvastgoedmarkt met een voorraad van circa 52 miljoen m<sup>2</sup> (Gijp van der, 2014) en de mogelijke perspectieven, zijn diverse grote beleggers hier dan ook al enige tijd mee bezig. CBRE verwacht zelfs dat er over 5 jaar circa € 650 miljoen per jaar aan beleggingstransacties kan worden gedaan in Nederlands zorgvastgoed (Rietmeijer, 2014). Bij de beleggers in Nederland bestaat echter nog niet veel zekerheid over de prestatie van zorgvastgoed en hebben zij nog niet veel ervaring met de beleggingsmogelijkheden van dit specifieke type vastgoed. Over de prestatie van zorgvastgoed in Nederland is tot op heden dan ook nog niet veel geschreven en zijn er ook weinig cijfers bekend. *“De te verwachten performance van deze assetclass is nog onduidelijk; welk rendement valt te verwachten, wat is het risico, hoe verhoudt de performance zich tot die van andere investeringscategorieën zoals aandelen en obligaties”* (Gijp van der, 2014). Omdat de prestaties niet kunnen worden aangetoond met cijferreeksen twifelen beleggers nog over zorgvastgoed. Door de veranderingen in de zorg ontstaat er een kans voor beleggers om zich op deze markt te begeven. Hierbij is van kritisch belang dat er inzicht wordt verschaft in de mogelijkheden en prestaties van zorgvastgoed. Dit moet de belegger het vereiste inzicht en vertrouwen geven voor het nemen van een verantwoorde investeringsbeslissing.

Van der Gijp (2014) doet aannames op basis van prestatiecijfers uit landen met meer ervaring in zorgvastgoed. Landen waar al langer wordt belegd in zorgvastgoed, en waar de prestaties van zijn vastgelegd, betreffen o.a. het Verenigd Koninkrijk en Australië (IPD.com). In het onderzoek wordt er echter geen rekening gehouden met het feit dat prestatiecijfers uit andere landen geen garantie bieden voor voldoende rendement op zorgvastgoed in Nederland. Een onderzoek naar de markt voor zorgvastgoed in deze en mogelijk andere landen en een vergelijking met de Nederlandse markt kan meer inzicht bieden in de beleggingsmogelijkheden voor zorgvastgoed in Nederland.

## 1.2 Afbakening

Het onderzoek zal vooral een verkennend onderzoek zijn. Er wordt gepoogd inzichtelijk te maken hoe omgegaan wordt met zorgvastgoed in Nederland, het Verenigd Koninkrijk, Australië en de Verenigde Staten. Vanuit deze vergelijking worden conclusies getrokken in hoeverre de Nederlandse markt kan leren van de geselecteerde markten van zorgvastgoed. Echter, niet alle typen zorgvastgoed hebben dezelfde mate van geschiktheid om in te beleggen. Vooral zorgvastgoed in de categorie Cure, bijvoorbeeld ziekenhuizen, vereist een hoge mate van expertise. De specifieke risico's zijn in dit geval te groot voor de belegger. Om deze reden zal er dan ook vooral worden gekeken naar Care vastgoedobjecten. De hierbij behorende levensloopbestendige woningen, intramurale zorg(woningen) en de eerstelijnszorg zijn door beperktere expertise en een lager risico interessant voor de institutionele belegger (Gijp van der, 2014). Bij het hierna noemen van zorgvastgoed worden dan ook deze specifieke typen bedoeld.

Het onderzoek probeert inzicht te verschaffen in de risico- en rendementsprofielen van zorgvastgoed en welke rol dit type vastgoed kan gaan spelen in de portefeuille van de institutionele belegger. Daarbij is het ook belangrijk welke veranderingen in het beleid rondom zorgvastgoed hierin een rol spelen. Conclusies worden getrokken aan de hand van de eisen gesteld door de overheid en institutionele beleggers aan zorgvastgoed.

## 1.3 Doel- en probleemstelling

Het is duidelijk dat er onder beleggers onzekerheid heerst over het beleggen in zorgvastgoed. Wel erkennen zij de mogelijkheden die zorgvastgoed biedt en zien zij dit dan ook als potentiële nieuwe beleggingscategorie. Om een deel van de scepsis weg te nemen is meer expertise nodig op het gebied van zorgvastgoed. Deze thesis poogt hieraan bij te dragen door een vergelijking te maken met landen waar zorgvastgoed al langer een belangrijke beleggingscategorie is. Daarbij kan de volgende doelstelling worden geformuleerd:

**Beleggers meer inzicht verschaffen in de prestatie en mogelijkheden van zorgvastgoed om investeringsbeslissingen dienaangaande meer verantwoord te kunnen nemen.**

De centrale vraag uit dit onderzoek luidt:

*Welke inzichten bieden de prestaties en beleggingsmogelijkheden in zorgvastgoed, in landen die voorlopen op Nederland, over het te verwachten rendement, het risico en de verhouding van de performance tot die van andere vastgoedcategorieën aan beleggers en andere belanghebbenden?*

Om de centrale vraag gestructureerd te beantwoorden zijn enkele onderzoeksvragen geformuleerd. Dit geeft ook deels de structuur van het rapport aan:

A: Theorie

1. Wat zijn de karakteristieken van beleggen in vastgoed volgens gangbare theorieën en welke consequenties hebben die voor het investeren in een nieuw segment?

## B: Ontwikkelingen en beleid

2. Welke (beleidsmatige en inhoudelijke) ontwikkelingen zijn er de afgelopen jaren geweest in Nederland op het gebied van niet-curatieve zorg en welke veranderingen gaan er nog plaatsvinden?
3. Wat zijn de overeenkomsten en verschillen qua niet-curatieve zorg in Nederland met de landen die voor lopen op Nederland en welke beleggingsmogelijkheden in het niet curatieve zorgvastgoed worden in laatstgenoemde landen benut? Hoe verhouden de verkregen inzichten zich tot de gangbare theorie(en) over beleggen (in vastgoed)?

## C: Prestaties

4. Wat zijn de prestaties van niet curatief zorgvastgoed in landen die voor lopen op Nederland en hoe verhouden deze zich tot de andere vastgoedcategorieën en wat is het bijbehorende risicoprofiel?
5. Kan er een indicatie worden gegeven van de prestatie van niet curatief zorgvastgoed op (middel)lange termijn in Nederland en welke positie zou zorgvastgoed kunnen innemen in de portefeuille van institutionele beleggers?

## 1.4 Onderzoeksopzet

### *Type onderzoek*

Om de onderzoeksvraag te beantwoorden zal er worden gekeken naar markten waar al langer in de zorg wordt belegd en waarvan prestatiecijfers beschikbaar zijn. Specifiek over zorgvastgoed zijn nagenoeg geen theorieën en in Nederland weinig datareeksen beschikbaar. Er zijn wel theorieën over beleggen in vastgoed. Het onderzoek zal dan ook een kwalitatief verkennend onderzoek zijn gebaseerd op voornamelijk deskresearch. Door diverse zorgmarkten te analyseren worden er inzichten gevormd die mogelijk van toepassing zijn op de Nederlandse markt voor zorgvastgoed. Hieruit wordt gepoogd een voorlopige hypothese op te stellen over het functioneren van zorgvastgoed in de portefeuille van beleggers. Door de exploratieve aard van dit onderzoek, zal de daadwerkelijke bevestiging van deze hypothese in dit onderzoek niet plaatsvinden, exploratief onderzoek heeft namelijk een beperkte algemene geldigheid (Baarda, 2014).

De hoofdoorzaak is een gebrek aan datareeksen over zorgvastgoed in Nederland om de hypothese op zijn geldigheid te toetsen. Resultaten van dit onderzoek zullen de institutionele belegger wel meer houvast geven bij het waarden van risico in zorgvastgoed. Echter kan de hypothese niet worden getoetst op basis van Nederlandse gegevens. Op langere termijn kan dit wel mits er genoeg data zijn. De diverse zorgstelsels die in de vergelijking worden opgenomen worden bekeken door middel van beleidsdocumenten van de overheid en beschikbare cijferreeksen ter onderbouwing van het onderzoek. Daarnaast wordt er gebruik gemaakt van de informatie gepubliceerd door institutionele beleggers. Door de beleidsfactor en de prestatiefactor in een vergelijking tussen de betreffende landen op te nemen kunnen beleidsimplicaties en prestaties van zorgvastgoedmarkten inzichten bieden voor institutionele beleggingen in zorgvastgoed in Nederland. Een meer theoretisch kader wordt gehanteerd bij de beoordeling van economische prestatie en beleggingsmogelijkheden waarvoor al wel theorieën bestaan.

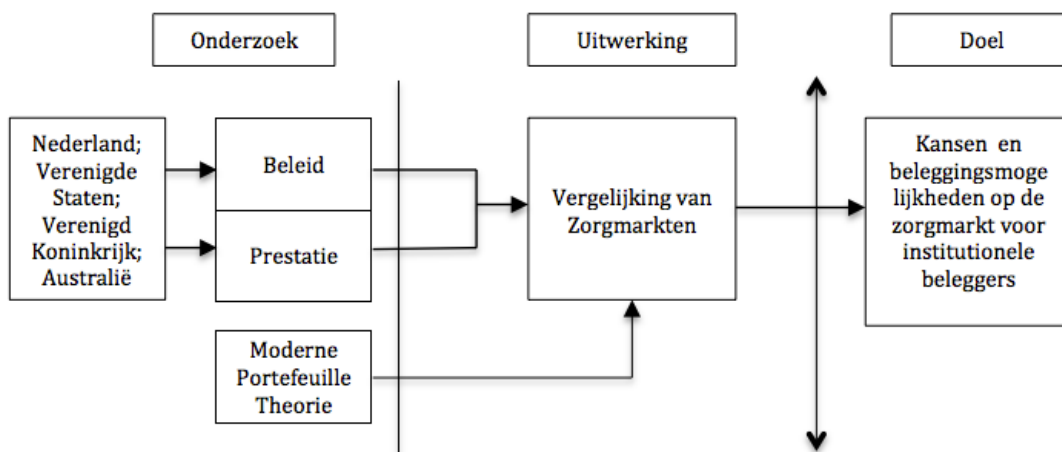


De theorie die wordt toegepast is de Moderne Portefeuille Theorie (Markowitz, 1952; Geltner et al., 2013; Van Gool et al., 2007). De Moderne Portefeuille Theorie kan inzicht verschaffen in de rendementen en risico's die een nieuw segment in de portefeuille van een belegger met zich meebrengt en in de manier waarop de belegger moet omgaan met zorgvastgoed.

Uit het vergelijkend onderzoek zullen mogelijk beleggingsalternatieven naar voren komen die door middel van de basisbeginselen van de Moderne Portefeuille Theorie kunnen worden getoetst voor de Nederlandse markt. Deze eerste indicatie van beleggingsopties in vergelijking met landen waar beleggen in zorgvastgoed zich al in een meer gevorderd stadium bevindt moet een uitgangspunt vormen voor verder onderzoek. Een verdiepingsslag ten opzichte van reeds verricht onderzoek is niet alleen te bepalen of er belegd moet worden maar ook op welke manier.

### Onderzoeksmodel

Het onderzoeksmodel, zoals weergegeven in figuur 1.1 is opgedeeld in drie stukken. Eerst zal er een uitwerking worden gegeven van de Moderne Portefeuille Theorie en hoe deze theorie de belegger kan helpen bij het waarderen van zorgvastgoed. Hierna zal er onderzoek worden gedaan naar de meest voor de hand liggende landen om in de vergelijking op te nemen. Vervolgens worden de in de vergelijking opgenomen landen geanalyseerd aan de hand van het gezondheidszorgbeleid en de prestaties van het care vastgoed. In de hierop volgende uitwerking wordt een vergelijking gemaakt tussen de beleidsinhoud en de prestaties van de betreffende vastgoedmarkten. Hierbij wordt ook gekeken naar de positie die zorgvastgoed inneemt in de portefeuille van de belegger gebruik makend van de Moderne Portefeuille Theorie. Tenslotte worden er op basis van de hiervoor beschreven vergelijking conclusies getrokken en een advies gevormd over het beleggingsbeleid voor Nederlandse beleggers in zorgvastgoed.



Figuur 1.1 Onderzoeksmodel

Bron: eigen bewerking

### Onderzoeksmethode

Het onderzoek omvat voornamelijk deskresearch, deze vorm van research houdt in dat het voornamelijk gaat om het verzamelen van al bestaande gegevens. De voordelen van deskresearch zijn vooral het makkelijk verkrijgen van informatie,

het snel kunnen implementeren van eerder uitgevoerd onderzoek en de vaak hoge kwaliteit van het onderzoek. Nadelen van deskresearch zijn de beperkte invloed op de verzameling van gegevens, het inschatten van de kwaliteit van de gegevens en het feit dat iedereen gebruik kan maken van de gegevens (Veen & Westerkamp, 2010). Dit type onderzoek past bij deze thesis omdat de beschikbare data nog niet eerder zijn gebruikt in een internationale vergelijking. Daarnaast is de zorgvastgoedmarkt in Nederland op dit moment dynamisch waardoor de verkregen gegevens zullen veranderen ten opzichte van eerder uitgevoerd onderzoek.

### **1.5 Relevantie**

Vanuit de zorg is er een groeiende vraag naar professionele samenwerking met vastgoedpartijen. Door veranderingen in de zorg is dit voor zorgaanbieders noodzaak aangezien zij niet beschikken over de benodigde expertise rondom vastgoed. Institutionele beleggers beschikken echter nog over weinig expertise betreffende zorgvastgoed en dus is er een maatschappelijk en sectoraal belang dat zij meer expertise verkrijgen. Onderzoek naar literatuur over zorgvastgoed is gedaan via Smartcat en Google Scholar maar leverde in beperkte mate relevantie literatuur. Onderwerpen die hier wel al in naar voren zijn gekomen betreffen onder andere de aspecten belegging, financiering en beleid. Internationale markten zijn als benchmark gebruikt in het eerdergenoemde werk van Van der Gijp (2014) en Rietmeijer (2014). Recentelijk (9-04-2015) heeft ook het Economisch Instituut voor de Bouw (EIB, 2015) een publicatie uitgebracht rondom beleggen in zorgvastgoed waarbij vooroplopende landen als benchmark worden genomen. De auteur acht echter dat er in laatstgenoemde publicatie niet diep genoeg wordt ingegaan op de diverse markten voor zorgvastgoed. Zo ontbreekt ook bij dit onderzoek verdere uitweiding over de verschillen in zorgsystemen. Een internationale vergelijking die zowel ingaat op beleidsaspecten en op economische aspecten zal dus een toevoeging vormen voor de literatuur rondom zorgvastgoed als belegging.

#### *Wetenschappelijke relevantie*

De wetenschappelijk relevantie heeft in eerste instantie betrekking op de Moderne Portefeuille Theorie van Markowitz (1952) en de determinanten die belangrijk zijn in deze theorie. De rendementen van de vastgoedcategorieën vormen de input van dit model waarbij dit onderzoek vooral gericht zal zijn op het beoordelen van de rendementen van zorgvastgoed en welke rol deze speelt in de optimale portefeuille zoals bepaald door de Moderne Portefeuille Theorie (MPT). Er zijn sinds het verschijnen van de MPT veel kritische geluiden geweest over de tekortkomingen van dit model (Beyhaghi & Hawley, 2013; Vincent, 2011; Lo & McKinlay, 1988; Rowland, 2010). Deze kritiek komt vooral voort uit het feit dat het model een erg gestileerde weergave geeft van de werkelijkheid. Door de nog beperkte informatie beschikbaarheid over zorgvastgoed zijn uitgebreidere modellen echter lastig in te vullen en biedt de MPT hierin uitkomst. Aan het einde van dit onderzoek zal blijken hoe waardevol de rol van de MPT daadwerkelijk is geweest.

## 1.6 Leeswijzer

Nadat in hoofdstuk 1 aanleiding, doel en aanpak is besproken, beschrijft hoofdstuk twee de relevantie onderzoeken en theorieën die de basis vormen voor de verdere uitwerking van het onderwerp. Hierin wordt in eerste instantie het theoretisch kader met betrekking tot beleggen in en het meten van de prestaties van (zorg)vastgoed besproken, gevolgd door literatuur rond het beleid omtrent zorgvastgoed. In hoofdstuk drie wordt gekeken naar de landen die het meest geschikt zijn om op te nemen in de vergelijking. In het hierop volgende hoofdstuk wordt inzichtelijk gemaakt wat het heersende beleid is in de zorg voor de geselecteerde landen. Hierin staat centraal in welke mate er mogelijkheden zijn voor de institutionele belegger om te beleggen in zorgvastgoed en in hoeverre dat vanuit beleids oogpunt nodig c.q. gewenst is. In hoofdstuk vijf wordt ingegaan op de financiële aspecten. Hierin staat centraal welke rol zorgvastgoed inneemt in de portefeuille van de belegger en welke prestaties zorgvastgoed levert voor de geselecteerde landen. In hoofdstuk zes wordt ingegaan op het beleggingsbeleid voor zorgvastgoed van de Nederlandse (institutionele) belegger en wordt de vergelijking tussen de landen gemaakt. Hierbij wordt informatie gebruikt vanuit hoofdstuk 4 en 5 en wordt een verband gelegd met behandelde noties uit de Moderne Portefeuille. Tot slot komen in hoofdstuk zeven de conclusies en aanbevelingen aan bod alsmede een reflectie op het onderzoekproces.

## 2. Theoretisch Kader

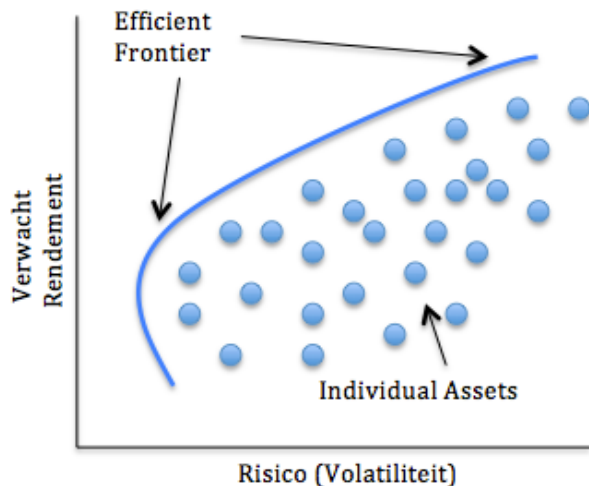
Het eerste gedeelte van dit hoofdstuk vormt de theoretische basis voor de vergelijking van de prestaties van zorgvastgoed. De theorie die hiervoor wordt gebruikt is de Moderne Portefeuille Theorie. Wat deze theorie inhoudt en hoe deze van toepassing is op de vergelijking in deze thesis zal worden toegelicht. Hiermee wordt antwoord gegeven op de eerste onderzoeksvraag. Het tweede gedeelte zal ingaan op hetgeen al bekend is over de Nederlandse beleggingsmarkt in zorgvastgoed. Bestaand onderzoek zal de basis vormen voor een vergelijking tussen de beleidsvormen van de geselecteerde landen.

### 2.1 Moderne Portefeuille Theorie (MPT)

Ten opzichte van het onderzoek van Zwart et al. (2010) probeert deze thesis verder in te gaan op de financiële prestatie van zorgvastgoed. Het onderzoek van Noordhoff (2007) bevat hiervoor de aanleiding. Dit onderzoek onderkent namelijk de mogelijkheden voor de belegger in zorgvastgoed en gebruikt hiervoor de MPT als basis. Dat verschillen in beleid ook verschillen in investeringen opleveren blijkt uit het onderzoek van Zwart et al. (2010). Naast de vergelijking tussen de zorgvastgoedmarkten zal er middels de MPT ook nog kritisch worden gekeken naar de rol die zorgvastgoed kan gaan spelen. De Moderne Portefeuille Theorie werd in 1952 geïntroduceerd door Markowitz. Het centrale motto van zijn theorie luidt: 'leg nooit al je eieren in een mandje'. Door middel van diversificatie probeert de theorie een portefeuille te bepalen waarbij deze optimaal presteert in vergelijking met individuele objecten. Via de standaarddeviatie wordt het totale risico van individuele beleggingen gekwantificeerd en de onvolledige samenhang van de individuele beleggingen zorgt ervoor dat het risico lager is dan het gelijk gewogen gemiddelde risico. Deze samenhang wordt gemeten aan de hand van correlatie tussen de rendementen (Van Gool et al., 2007). Afbeelding 2.1 illustreert de Efficiënt Frontier, deze geeft goed weer wat het doel is van de theorie van Markowitz (1952). De Efficiënt Frontier bestaat uit portfolio's waarbij het rendement-risico profiel optimaal is. Het is goed te zien dat de individuele assets allemaal onder deze lijn liggen en individueel dus slechter presteren. Diversificatie van assets in een portfolio leidt dus tot een hoger rendement en een lager risico. De belangrijkste begrippen van toepassing op de Moderne Portefeuille Theorie zullen hieronder kort worden toegelicht.

#### 2.1.1 Variantie/Standaarddeviatie/Covariantie

Het risico kan statistisch worden uitgedrukt als de spreiding van uitkomsten rond het verwachte rendement (standaarddeviatie). Om tot de standaarddeviatie te komen dient eerst de variantie te worden berekend. De variantie is een spreidingsmaat gebaseerd op de gemiddelde kwadratische afwijking van een variabele ten opzichte van het gemiddelde. De wortel uit de variantie is de standaarddeviatie.



Afbeelding 2.1: Efficiënt Frontier

Bron: eigen bewerking

De covariantie is vergelijkbaar met de variantie, maar is een maat die aangeeft hoe twee variabelen A en B met elkaar samenhangen. De te hanteren formules zijn weergegeven in vergelijking 2.1; 2.2 en 2.3. Deze formules zijn nodig om aan te tonen dat door een combinatie van vermogensobjecten er een efficiëntere rendement risicoverhouding ontstaat (Syllabus M.P.T., 2015).

$$(2.1) \text{ Variantie: } \sigma^2 = \sum_{i=1}^n \frac{(X_i - X_m)^2}{n}$$

$$(2.2) \text{ Standaarddeviatie: } \sigma = \sqrt{\sigma^2}$$

$$(2.3) \text{ Covariantie: } \text{Cov}(A,B) = \sum_{i=1}^n \frac{(X_{A,i} - X_{A,m})(X_{B,i} - X_{B,m})}{n}$$

Hierbij is (x) het rendement van asset (i) of markt (m) en (n) het aantal waarnemingen. Het totale rendement ( $\bar{R}$ ) van de portefeuille is vervolgens gelijk aan de gewing (W) per categorie (i) maal het bijbehorende verwachte rendement (R), ofwel:

$$(2.4) \text{ Portefeuillerendement} = \bar{R} = \sum W_i R_i$$

#### *Minimale Variantie & Sharpe Index*

Het doel van de M.P.T. is het bereiken van een optimale portfolio waarbij de risico's worden verlaagd door middel van diversificatie. Dit leidt tot een portfolio-samenstelling waarbij het rendement hoger en het risico lager is dan de individuele assets. Dit wordt de portfolio met minimale variantie genoemd en bepaald door middel van formule 2.5, waarbij (W) staat voor de gewing van assets (A) en (B).

$$(2.5) \text{ Portefeuillevariantie} = \sigma_p^2 = w_A^2 \sigma_A^2 + w_B^2 \sigma_B^2 + 2w_A w_B \text{Cov}(A, B)$$

Naast deze methode is er nog een portfolio-berekening gebaseerd op het werk van Sharpe (1994).

Bij het bepalen van deze portfoliosamenstelling is het doel een zo hoog mogelijk rendement te behalen bij een zo laag mogelijk risico. De formule voor de Sharpe Ratio is:

$$(2.6) \bar{S} = \frac{E[R-R_f]}{\sqrt{VAR[R]}}$$

Waarbij (R) het rendement van de asset is en (R<sub>f</sub>) de 'risk free rate' is en de markt vertegenwoordigt.

### 2.1.2 CAPM

Om een indicatie te geven welke rol zorgvastgoed ten aanzien van haar prestatie kan gaan spelen op de beleggingsmarkt voor vastgoed is het van belang het gewenste rendement van de belegger te bepalen. Hiervoor wordt er een afgeleide van de Moderne Portefeuille Theorie gehanteerd, het Capital Asset Pricing Model. Dit model kan gegeven het risico van een object het gewenste rendement bepalen ten opzichte van de marktportefeuille. Het risico gehanteerd in het CAPM is het marktrisico en wordt weergegeven als *beta*. Beta is een verhouding tussen het totale risico en 'de markt' waarbij correlatie tussen beide wordt meegewogen (Van Gool et al., 2007). Als de beta <1 dan is het verwachte rendement kleiner dan de markt en wordt deze beschouwd als een defensief object. Als beta >1 dan is het verwachte rendement groter dan de markt en wordt deze beschouwd als een agressief object (Tiwari & White, 2010) De formule voor het CAPM luidt dan als volgt:

$$(2.7) ER_i = R_f + \beta_i x (R_m - R_f)$$

Waarbij de beta wordt bepaald door middel van:

$$(2.8) \beta = \frac{Cov(R_i, R_m)}{\sigma^2(R_m)}$$

Waarbij (ER) staat voor het verwachte rendement van de belegging (i), (R<sub>f</sub>) de risicovrije voet is en (R<sub>m</sub>) het marktrisico. Middels deze twee modellen kan er worden gekeken naar optimaal beleggen in vastgoed en hoe de vastgoedcategorie zorg een rol hierin gaat spelen.

Deze thesis zal onderzoeken welke invloed het toevoegen van objecten in zorgvastgoed heeft op de optimale vastgoedportefeuille. Hierbij wordt aangenomen dat het toevoegen van een vastgoedcategorie een positief effect heeft op de volatiliteit van de vastgoedportefeuille op basis van de Moderne Portefeuille Theorie van Markowitz (1952). In bestaand onderzoek worden de diversificatiemogelijkheden van een vastgoedportefeuille op verschillende manieren bevestigd. Eichholtz et al. (1995) beschrijven diversificatie tussen types en regio's in het Verenigd Koninkrijk. Conover, Friday en Sirmans (2002) beschrijven diversificatiemogelijkheden voor internationaal vastgoed waarbij verlaagde volatiliteit tijdens economische neergang wordt geconstateerd. Miles en McCue (1984) en Byrne (2001) onderzoeken portfoliogrootte en diversificatievoordelen en vinden positieve effecten bij het toenemen van de portfoliogrootte.

Voor vastgoed buiten de standaard vastgoedcategorieën (wonen, winkels, kantoren en industrie) vinden Garteau en Eves (2010) diversificatievoordelen in de agro-sector van Nieuw-Zeeland. Op het gebied van zorgvastgoed noemen Newel en Peng (2006) en De Vries (2009) zorgvastgoed als opkomende categorie om binnen de bestaande vastgoedportefeuille te diversifiëren. Uit de theorie van Markowitz (1952) en de bestaande onderzoeken volgt de nulhypothese voor dit onderzoek: Het toevoegen van zorgvastgoed aan de vastgoedportefeuille van een institutionele belegger zorgt voor positieve diversificatie effecten.

### *2.1.3 Beperkingen Moderne Portefeuille Theorie*

De basis van de Moderne Portefeuille Theorie bestaat uit het kwantificeren van risico's op basis van volatiliteit om vervolgens de optimale portfolio te bepalen. Dit is echter een zeer gestileerd model en het bevat ook enige tekortkomingen. De kern van deze tekortkomingen ligt in de aannames waar de Moderne Portefeuille Theorie vanuit gaat:

- Informatie is goedkoop en makkelijk te verkrijgen;
- Alle informatie is in de prijs verwerkt;
- Prijzen volgen een 'random walk';
- De investeerder kan geen invloed uitoefenen op prijzen

(Marquard & Brouwer, 2015; Beyhaghi & Hawley, 2013).

In werkelijkheid zijn deze aannames niet van kracht. Specifieke marktinformatie is vaak alleen beschikbaar tegen een vergoeding; de markt is niet volledig transparant dus de prijs zal niet een weergave zijn van alle beschikbare informatie; prijzen volgen geen random walk; investeerders zijn in staat structureel beter te presteren dan de MPT en drijven prijzen op (Beyhaghi & Hawley, 2013; Vincent, 2011; Lo & McKinlay, 1988; Rowland, 2010). Daarnaast dient er bij het bepalen van risico's onderscheid te worden gemaakt tussen systematisch en niet-systematisch risico. De Moderne Portefeuille Theorie erkent alleen niet-systematisch risico en verlaagt deze door middel van diversificatie. Het systematische risico is het risico waaraan alle beleggers zijn blootgesteld en dat niet door middel van diversificatie kan worden verminderd. De financiële crisis van 2008 is hiervan het meest recente voorbeeld (Beyhaghi & Hawley, 2013). De basis van de Moderne Portefeuille Theorie acht deze auteur echter voldoende om een indicatie te geven over de Nederlandse markt voor zorgvastgoed, van belang hierbij is wel dat er niet alleen naar cijfers wordt gekeken maar ook naar de context van de markt. Beperkingen in de beschikbaarheid van datareeksen zijn vooral de reden waardoor uitgebreidere modellen niet mogelijk zijn.

### *2.1.4 Rekenmodel*

Om in hoofdstuk 5 de optimale portefeuilles te bepalen wordt er gebruik gemaakt van een rekenmodel ontleend aan het vak vastgoedbelegging aan de Rijksuniversiteit Groningen (Brouwer & Marquard, 2015). Dit model is gebaseerd op de bovenstaande vergelijkingen en bepaalt zowel de portfolio met minimale variantie als de portfolio met de optimale Sharpe ratio. Om deze berekening uit te voeren dienen er een aantal gegevens te worden ingevuld, dit zijn: rendement, variantie, covariantie en risicovrije rendementsvoet. Deze gegevens worden berekend uit datareeksen van de geselecteerde landen waarbij de risicovrije rendementsvoet is gebaseerd op de 10 jaarlijkse staatslening van het specifieke land.

Op basis van deze gegevens berekent het model een aantal portfolio's met verschillende wegingen per categorie vastgoed. In deze thesis worden 20.000 portfolio samenstellingen per keer door het model berekend waaruit de portfolio met minimale variantie en de portfolio met de optimale Sharpe index volgen. Het model is bijgevoegd in bijlage 1.

## **2.2 Zorgvastgoed als belegging**

In de inleiding kwam al naar voren dat diverse grote beleggers (CBRE, Achmea) studeren op beleggen in zorgvastgoed. Beide zien kansen om hun beleggingsactiviteiten in de toekomst naar dit type vastgoed uit te breiden. De verwachtingen voor zorgvastgoed als belegging betreffen een stabiel rendement en een lage volatiliteit (Gijp van der, 2014; Rietmijer, 2014). Deze verwachtingen zijn gebaseerd op cijfers afkomstig uit landen waar al langer in zorgvastgoed wordt belegd. Volledige zekerheid over het rendement op zorgvastgoed in Nederland is er door een gebrek aan ervaring echter niet. Het kijken naar alleen rendement en risico in andere landen acht de auteur van deze thesis niet voldoende om een oordeel te geven over de algemene prestatie van zorgvastgoed.

Het overheidsbeleid speelt namelijk ook een grote rol in hoeverre er in zorgvastgoed kan worden belegd. In de veranderende zorgmarkt in Nederland is er steeds meer vraag naar professionele partijen die de ontwikkeling, financiering, exploitatie en risico voor hun rekening kunnen nemen. Een divers scala aan artikelen en onderzoeken is hierover geschreven zonder dat er een duidelijke lijn in te ontdekken valt. De white papers van Van der Gijp (2014) en Rietmijer (2014) onderkennen beide de mogelijkheden van zorgvastgoed. Deze papers zijn echter nog erg beperkt wat betreft de verschillen in de diverse zorgmarkten waarvan de prestatiecijfers als indicatie worden gebruikt. Zwart et al. (2010) gaan dieper in op het gezondheidszorgbeleid in een vergelijking tussen Nederland, Duitsland en het Verenigd Koninkrijk. Hierbij staan de implicaties van vastgoedinvesteringen in ziekenhuizen centraal. De belangrijkste conclusies hierin zijn: de zorgmarkten verschillen sterk van elkaar; financiers worden belangrijker in het nieuwe Nederlandse systeem; Innovatie gaat minder snel als meerdere partijen bij een zorgcomplex zijn betrokken; bij deregulering doen zich meer kansen voor, maar ook meer risico's. Dit zijn mogelijk verschijnselen die zich in de gehele zorgmarkt kunnen voordoen en dus ook verwacht kunnen worden binnen het care gedeelte. De vergelijking tussen de zorgmarkten door Zwart et al. (2010) laat zien dat er niet enkel naar financiële prestaties moet worden gekeken.

### *Financiering*

De financiering van een bepaald zorgobject biedt naast het rendement ook het risico van de investering. In Nederland gaat de financiering verschuiven van een overheidsgarantie naar meer verantwoordelijkheid en dus risico voor de zorgaanbieder. Welke beleidsinvloeden dit precies veroorzaken en hoe dit de belegger beïnvloedt komt aan bod in hoofdstuk vier. Voor de overige landen in de vergelijking is het dus ook relevant om na te gaan hoe de financiering van het vastgoed verloopt en wie daarbij de grootste risico's draagt. Aanleiding hiervoor is het onderzoek van Shaoul (2008) waaruit blijkt dat door private investeringen de kosten voor de zorgaanbieder hoger uitvielen dan wanneer gedaan in eigen beheer.



Over de financiering van het zorgvastgoed door private investeerders wordt in hoofdstuk drie voor elk land in de vergelijking ingegaan. Mogelijk gaat zorgvastgoed een andere rol spelen in de vastgoedportefeuille dan dat bij de huidige assets het geval is. Wat dit veroorzaakt en welke specifieke kenmerken van zorgvastgoed hiervoor zorgen komt hoofdstuk 4 aan de orde.

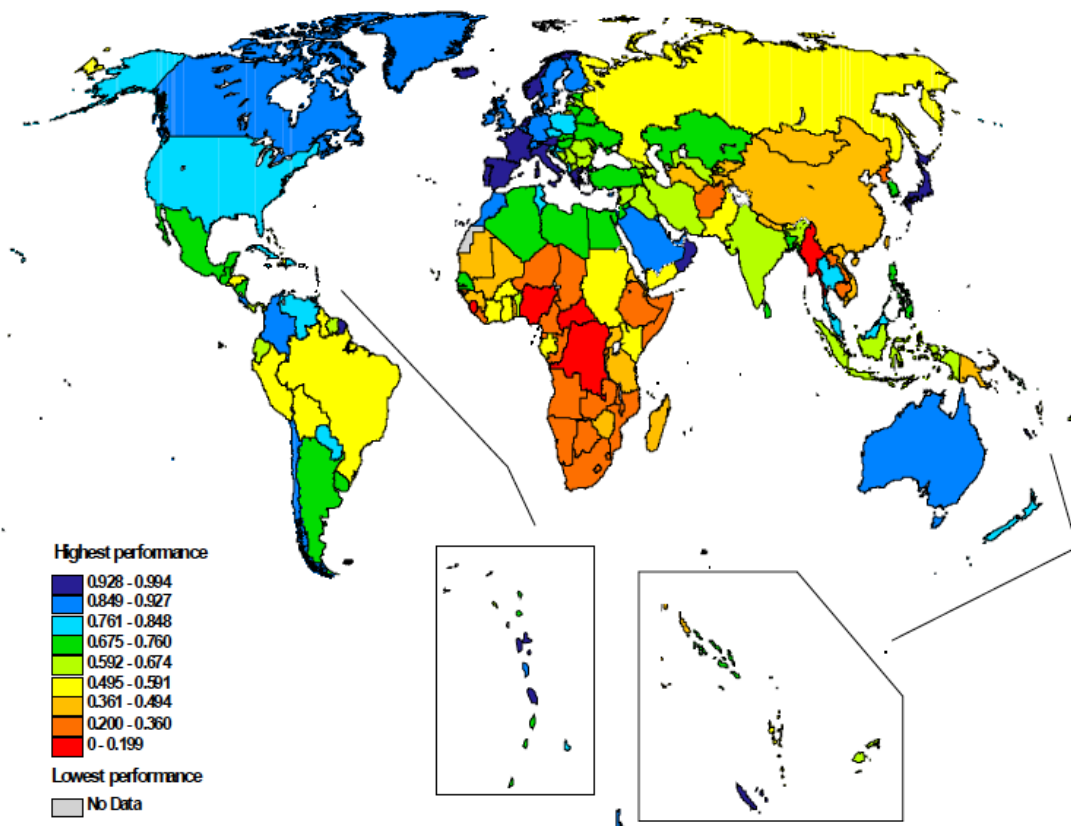
*Conclusie:*

De Moderne Portefeuille Theorie zal het raamwerk zijn voor de economische prestatiebepaling van zorgvastgoed. De theorie die is gebaseerd op risicoverlaging door middel van diversificatie wordt gehanteerd om de samenstelling van een optimale portefeuille te vinden. Voorgaand onderzoek heeft diversificatievoordelen door het toevoegen van een nieuwe categorie vastgoed bevestigd. Belangrijke kenmerken voor het toevoegen van een vastgoedcategorie zijn een lage correlatie met overige categorieën in de portefeuille en een gunstig risico rendementsprofiel. Hiermee is deelvraag 1 beantwoord. Echter, voor zorgvastgoed is niet alleen de economische prestatie van belang maar ook het beleid.

### 3. Oriëntatie markten voor zorgvastgoed

Voordat er kan worden ingegaan op het contextueel beleidskader van de verschillende vastgoedmarkten, is het van belang vast te stellen welke markten worden onderzocht. Dit is nodig om aan het einde van hoofdstuk 4 een antwoord te geven op deelvraag drie. Hierbij zijn een aantal aspecten van belang: ten eerste moet er sprake zijn van een ver ontwikkeld zorgsysteem met goed gedocumenteerde wet en regelgeving. Het heeft geen zin om Nederland met landen te vergelijken waarbij het zorgsysteem nog niet de mate van kwaliteit heeft zoals dat in Nederland het geval is. Afbeelding 3.1 bevat een weergave van de prestaties van het zorgsysteem voor 191 landen, in dit onderzoek van de World Health Organisation (WHO) bekleedt Nederland de 17<sup>e</sup> plaats.

Criteria die werden getoetst in dit onderzoek zijn: Gezondheid, Gezondheidsongelijkheid, aanpassingsvermogen, distributie aanpassingen en gelijke financiering. Af te leiden uit de afbeelding is dat de beter presterende zorgsystemen zich vooral bevinden in West-Europa, Noord Amerika en Oceanië. Voor de vergelijking met Nederland zijn dit ook voornamelijk de werelddelen waarna moet worden gekeken. Goed presterende zorglanden als Oman, Chili, Colombia en Japan worden door de auteur uitgesloten wegens datatekortkomingen en grote culturele verschillen. Echter is niet alleen de kwaliteit van zorg van belang. Ook de beschikbaarheid van data gerelateerd aan zorgvastgoed en transparantie van de markt spelen een rol.



Afbeelding 3.1: Prestatie zorgsysteem  
Bron: Tandon, A. et al. (2010)

Om de prestatie modellen te kunnen invullen zijn er datareeksen nodig die goed weergeven wat de prestaties van niet-curatief zorgvastgoed zijn. IPD heeft vastgoeddata beschikbaar voor tal van landen en per vastgoedcategorie. Voor een breed scala aan landen, waaronder ook Nederland, zijn data beschikbaar voor onder andere kantoren, wonen, winkels en bedrijfsruimten. Als het specifiek gaat om zorgvastgoed zijn er minder data beschikbaar ten opzichte van de overige vastgoedcategorieën. Landen waar IPD wel data over zorgvastgoed beschikbaar stelt zijn het Verenigd Koninkrijk en Australië. De data-indexen betreffen respectievelijk 1028 en 81 zorg-gerelateerde vastgoedobjecten.

Voor landen als Duitsland, Frankrijk en Italië zijn geen concrete prestatie cijfers beschikbaar waardoor deze niet kunnen worden meegenomen in de vergelijking. Buiten IPD zijn er nog diverse andere databronnen nodig om een goed beeld te kunnen schetsen van de prestatie van zorgvastgoed. Een van de bronnen betreft beursgenoteerde beleggingsfondsen in zorgvastgoed. Deze bieden inzicht in de prestaties van hun fonds en bijbehorende assets. Op markten waar vanuit directe investeringen niet inzichtelijk kan worden gemaakt wat de prestaties van zorgvastgoed zijn, kan dit wel via indirecte investeringen in beursgenoteerde fondsen. Het beleggen in vastgoedfondsen komt vooral veel voor in de Verenigde Staten in de vorm van een REIT<sup>1</sup>.

De resultaten behaald door de REITs vormen een goede representatie voor de prestatie van de zorgvastgoedmarkt in de Verenigde Staten. Ondanks dat er data beschikbaar zijn via IPD en beleggingsfondsen zijn de tijdsreeksen wel beperkt, dit is een kritisch punt om rekening mee te houden maar overkomelijk is om meer inzicht in zorgvastgoed te krijgen.

Bij het bepalen van de landen voor de vergelijking met Nederland, zijn op basis van de twee hierboven genoemde aspecten een aantal landen voor de hand liggend: te weten het Verenigd Koninkrijk, Australië en de Verenigde Staten. Wat betreft markttransparantie staan deze drie landen globaal gezien bovenaan (JLL, 2014). Daarnaast zijn de drie landen wat kwaliteit van zorgsystemen betreft te vergelijken met Nederland en voor alle drie zijn er voldoende data beschikbaar om een gedegen analyse uit te voeren. Een andere reden voor de keuze van deze landen zijn de sterk ontwikkelde zorgsystemen maar vooral ook de diverse aanpakken die worden gehanteerd, dit geeft inzicht in diverse zorgmarkten en is mogelijk van waarde bij de toepassing van zorgvastgoed in Nederland. In de volgende hoofdstukken heeft de analyse dan ook betrekking op: het Verenigd Koninkrijk, Australië en de Verenigde Staten en Nederland. Hiermee is een duidelijk kader gegeven voor het verdere vervolg van deze thesis en het beantwoorden van deelvraag drie.

---

<sup>1</sup>. REIT: Real Estate Investment Trusts zijn instellingen die vastgoed beheren en gedeeltes van de portefeuille uitgeven als aandeel. De prestaties hiervan vormen een goede weergave van de markt van de betreffende vastgoedcategorie (Geltner et.al. 2010). Voorbeelden van Reits in de VS zijn: LTC Reit; NHI Reit en Omega Reit.

## **4. Het contextueel beleidskader voor care(vastgoed) in de geselecteerde landen**

Dit hoofdstuk gaat in op het gevoerde beleid rondom de zorg in de landen: Nederland, Australië, Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk en zal antwoord geven op deelvragen twee en drie. Het doel van dit hoofdstuk is niet om een volledige uiteenzetting van het zorgstelsel te geven maar alleen datgene te behandelen dat van toepassing is op de ontwikkeling van vastgoed in de zorg, specifiek het niet-curatieve deel. Tevens van belang hierbij zijn de financieringsvormen van de zorg en de participatiemogelijkheden voor (institutionele) investeerders in zorgvastgoed. Hierna worden de verschillende landen besproken.

### **4.1 Nederland**

Het Nederlandse zorgstelsel is de laatste jaren sterk aan verandering onderhevig. Al enige tijd is er vanuit de rijksoverheid de intentie om de marktwerking in de zorg te vergroten. Het belangrijkste hierin is dat er deregulering van de zorg plaatsvindt en tussen zorgaanbieders en verzekeraars marktwerking ontstaat die ten goede komt aan de cliënt. Vanaf 1 januari 2006 treedt de overheid terug als marktpartij in de zorg. Zij let vooral nog op de kwaliteit, toegankelijkheid en betaalbaarheid. Zorgverzekeraars zijn verplicht een basispakket aan te bieden dat vergelijkbaar is met het oude ziekenfonds.

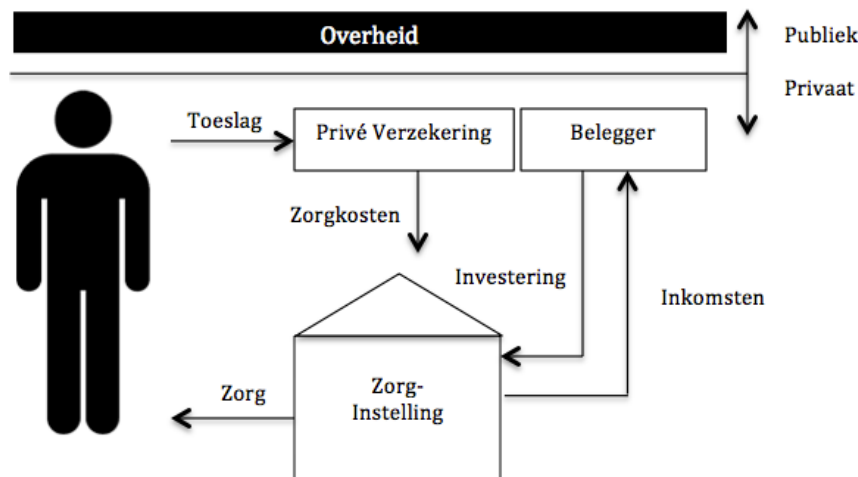
Door elke burger te verplichten een basispakket aan te schaffen en de zorgverzekeraar te verplichten dit aan te bieden probeert de overheid marktwerking te creëren. Een punt van kritiek is of de hierbij bedoelde marktwerking een optimaal resultaat oplevert of dat er concessies worden gedaan in kwaliteit. Dit heeft vooral betrekking op de werkdruk en beloning van huisartsen (Daling, 2015).

#### *WTZi*

Op 1 januari 2006 is in het kader van de hervorming van de gezondheidszorg de Wet Toelating Zorginstellingen (WTZi) van kracht geworden. De WTZi ziet erop toe dat er deregulering plaatsvindt van het bouwregime en benoemt een aantal transparantie-eisen voor zorginstellingen. Het uitgangspunt is dat het aan marktpartijen wordt overgelaten of zij wel of niet willen toetreden tot de zorgmarkt. Daarbij kunnen zij ook zelf beslissen over investeringen en de vormgeving van gebouwen en instellingen (Ministerie VWS, 2003). De invoering van de WTZi maakt het mogelijk voor zorginstellingen om met winstoogmerk te opereren. Met deze nieuwe wet is de zorginstelling zelf verantwoordelijk voor de exploitatie van haar vastgoed. Er wordt geen instellingsbudget meer bepaald op basis van nacalculatie, rente en afschrijving waardoor de instelling dus ook meer risico zal lopen over haar vermogen. De mogelijkheid tot winst maken moet voor de zorginstellingen een prikkel zijn om efficiënter te gaan werken. Doordat het systeem is veranderd van een verlaagd risico door overheidsverzekering van vastgoedinvesteringen naar een gereguleerd marktsysteem, verhoogt dit de moeilijkheid van het nemen van beslissingen in vastgoedinvesteringen (Jong, 2008). Ten aanzien van het vastgoed ontbreekt bij de meeste zorgaanbieders namelijk de expertise om de benodigde efficiëntie aan te brengen in het vastgoed. De weg ligt dus open voor professionele vastgoedpartijen om samen met een zorgpartij het vastgoed te exploiteren.

### Financiering

Parallel aan de WTZi vinden er ook veranderingen plaats in de financiering van zorgvastgoed. Kapitaallasten zullen integraal deel uit maken van de kostprijs voor het leveren van zorg volgens een systeem van prestatiebekostiging. Kapitaallasten dienen te worden terugverdiend via de tarieven en afname van de zorg. Voor ziekenhuizen is dit de Diagnose-Behandelings-Combinatie (DBC's) en bij AWBZ-instellingen zijn dit de zorgzwaartepakketten (ZZP's). In de ZZP hebben de laatste jaren veranderingen plaatsgevonden in de hoogte van de vergoeding. Door een steeds verder terugtrekkende overheid vindt er minder vergoeding plaats en wordt er gezocht naar kostenbesparende methoden. Zo zijn bijvoorbeeld zorg en wonen gescheiden bij ZZP indicatie 1 & 2 door staatssecretaris Marlies Veldhuijzen van Zanten. (Ministerie VWS, 2012) Haar opvolger Martin van Rijn zet deze lijn door met het scheiden van wonen en zorg in de ZZP indicatie 3 vanaf 2014 en voor indicatie 4 vanaf 2015. Hierdoor vindt er een verandering plaats in financieringsstromen. Waar deze eerst vanuit de zorginstellingen liepen krijgen zorgvragers nu zelf een budget om de benodigde zorg in te kopen. Op termijn (tot 2018) wordt de kapitaallastenvergoeding langzaam afgebouwd tot het moment waarop de zorginstelling zelf de lasten van haar investeringsbeslissingen volledig draagt (Nza). Afbeelding 4.1 bevat een weergave van het Nederlandse zorgsysteem in de huidige situatie. De zorgvrager moet zelf de huisvesting bekostigen (eventueel huurtoeslag via BZK). Dit gebeurt vaak via een zorgverzekeraar waarvoor de gebruiker een toeslag of premie betaalt. Verzorgingshuizen zijn in handen van corporaties en specifiek op ouderen gerichte stichtingen en er zijn geen door de overheid gerunde verzorgingshuizen.



Afbeelding 4.1: Nederlandse zorgsysteem schematisch  
Bron: Bewerking van Zwart et al. (2010)

### 4.2 Australië

In Australië is het zorgsysteem voor een belangrijk gedeelte vanuit de overheid geregeld. Daarnaast spelen ook private partijen een rol, echter hebben zij meer een ondersteunende functie.

### *Medicare & Private Health Care*

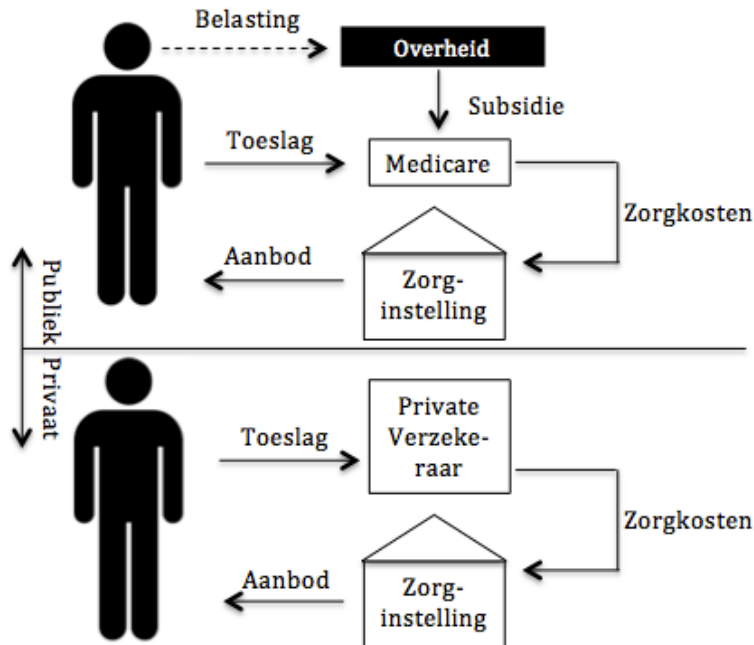
Medicare is een vanuit de overheid gesubsidieerd verzekeringsprogramma. Het programma maakt behandeling door gezondheidsspecialisten mogelijk. Het doel is om elke Australiër toegang te geven tot adequate, betaalbare zorg, onafhankelijk van zijn inkomen. Dit wordt ondersteund door een verlaagd eigen risico of extra subsidie voor degene die extra steun van de overheid ontvangt. Medicare vormt vooral de basis van de gezondheidszorg, het ondersteunt echter niet alle vormen van zorg. Dit is waar de private zorgverzekeraar producten aanbiedt ter aanvulling op Medicare. Hieronder valt bijvoorbeeld tandartszorg en contactlenzen. Dit is echter niet verplicht, de patiënt cq de burger kan enkel zorgcontracten afsluiten voor het product dat hij of zij denkt nodig te hebben. Een bijkomend voordeel van de private zorgverzekering is dat de patiënt cq de burger meer zeggenschap heeft in de keuze van zorgaanbieder en dat er verkorte wachttijden zijn. Net als in Nederland heeft de Australische overheid de controle op het volledige gezondheidssysteem, er wordt gecontroleerd op kwaliteit en toegankelijkheid/betaalbaarheid (Australian Institute of Health and Welfare, 2014). Ten aanzien van care homes wordt de betaalbaarheid gegarandeerd door de overheid en men dient een eigen bijdrage te leveren naar gelang het inkomen en het vermogen (myagedcare.com, 2015). De overheid controleert de kosten die care homes vragen aan bewoners en zodoende zijn deze voor alle care homes gelijk. Voor de belegger/eigenaar van het zorgcomplex zijn de inkomsten uit basishuren dus gelijk. Wil de bewoner extra services, bijvoorbeeld een grotere kamer, kan dit extra worden berekend door de zorgaanbieder. Dit valt echter wel buiten de basisvergoeding vanuit de overheid (Senior Information Service, 2015). De basis van de zorg is ten opzichte van Nederland echter meer gecontroleerd door de overheid. Afbeelding 4.2 bevat een weergave van het Australische zorgsysteem.

### *Financiering*

De financiering van Medicare vindt plaats vanuit de overheid op diverse niveaus, nl. rijks-, territoriaal- en lokaal niveau.

Het private gezondheidssysteem omvat 35 zorgverzekeraars, sinds 1999 geldt er voor het private zorgsysteem een inkomensafhankelijke belastingreductie (ABS, 2013). Het private zorgsysteem bestaat uit profit en non-profit organisaties c.q. instellingen. Ten aanzien van het vastgoed is op dit moment nog een groot gedeelte niet gesecuritiseerd, dat houdt in dat het merendeel van de verzorgingshuizen in Australië in het bezit is van de overheid. Dit brengt met zich mee dat de institutionele belegger alleen met grote bedragen kan instappen en naar beleggingen op lange termijn moet worden gekeken. Vaak gaat het om bestaande objecten waarin wordt geïnvesteerd, een vraag vanuit de zorgaanbieder om een object te ontwikkelen is er nog niet of nauwelijks (Frogley, 2014). Het V.H.P.T (Vital Healthcare Property Trust) is sinds 1999 bezig met het direct aankopen van vastgoedobjecten in de zorgmarkt en heeft tot dit moment een portefeuille opgebouwd met een waarde van een half miljard dollar. De portefeuille bestaat uit zowel Care als Cure objecten. In Australië wordt geen sterk onderscheid gemaakt tussen investeringen in Cure en Care vastgoedobjecten en de huurders van bijvoorbeeld V.H.P.T. zijn dus onder andere ziekenhuizen maar ook ouderenzorg. Echter is er wel sprake van een gebrek aan kennis over kennisintensieve zorgvastgoedobjecten zoals ziekenhuizen.

Een mogelijke verklaring waarom men geen onderscheid maakt tussen investeren in kennisintensieve (Cure) en minder kennisintensieve (Care) vastgoedobjecten is de vertrouwdheid van investeren in vastgoed in de Australische cultuur (Australian Unity, 2014; Frogley, 2014).



Afbeelding 4.2: Australische zorgstelsel schematisch  
Bron: Eigen bewerking

### 4.3 Verenigd Koninkrijk

Binnen het Verenigd Koninkrijk wordt de gezondheidszorg openbaar aangeboden door de National Health Service (NHS). Net als in Australië is de overheid in hoofdzaak verantwoordelijk voor de zorgvoorziening maar wordt deze aangevuld met private zorgverzekeraars. Hier is wederom het voordeel dat er minder lange wachttijden zijn en vaak sprake is van betere voorzieningen (CBHO, 2015; Zwart, 2010). Wat betreft de kwaliteit verschillen de publieke en private voorzieningen niet van elkaar.

Het is zelfs zo dat veel NHS-voorzieningen gedeeltelijk ruimte bieden aan private zorgaanbieders om zo de financiering van hun activiteiten aan te vullen (freedomhealthinsurance, 2015). Doordat het zorgstelsel vanuit de overheid wordt gereguleerd heeft de overheid niet alleen de taak tot het waarborgen van kwaliteit maar ook de uitvoering van de zorg zelf. Hierbij is dus sprake van meer overheidsverantwoordelijkheid in vergelijking met de controlerende rol zoals in Nederland of Australië. Het zorgstelsel is schematisch weergegeven in afbeelding 4.3.

#### *National Health Service*

De NHS is de eerste en grootste overheidsinstantie die gezondheidszorg aanbiedt. Voor de meeste patiënten die hier gebruik van maken is het merendeel van het gezondheidszorgaanbod gratis. Verschillende instanties van de overheid zijn verantwoordelijk voor het leveren van diensten en de prestaties in de zorg.

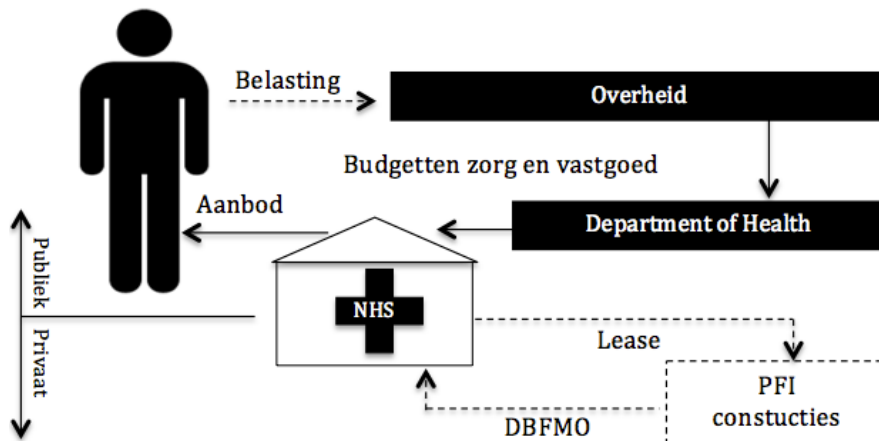
Sinds 2009 is de NHS bezig met het dereguleren van een gedeelte van haar activiteiten en het zorgaanbod. Reden hiervoor is om de patiënt een betere keuzemogelijkheid te geven qua zorgaanbod en de kwaliteit te verhogen. De nadruk ligt dan ook volledig op kwaliteit, de prijs van de zorg wordt gemonitord door de overheid om deze op een constant niveau te houden (NHS, 2012). In de care sector specifiek gaat de NHS een steeds kleinere rol spelen.

Een verandering van 'LA (Local Authority) Care Homes' naar private care instellingen is al gaande en zal in de toekomst verder doorzetten. De voornaamste reden hiervoor is het toekomstige tekort aan LA bedden en de hierdoor veroorzaakte prijsstijging. Hierdoor ontstaan er mogelijkheden voor groei in de private care sector. De private sector speelt op dit moment al een grotere rol dan de door de overheid gedreven care instellingen (78%/8%) en dit verschil zal dus alleen maar groter worden. De overige 14% bestaat uit instellingen gerund door vrijwilligers (Grant Thornton, 2014). De betaalbaarheid van deze Care homes is net als in Australia afhankelijk van het inkomen en vermogen van de patiënt cq burger. Afhankelijk van het pensioen van de patiënt zal er dus wel of niet een toeslag worden toegekend. Dit bedrag is vastgesteld op een totale wekelijkse kosten van 650 pond. Kosten boven dit bedrag dienen door de patiënt zelf te worden gefinancierd. In de basis heeft zo iedereen die het nodig voldoende financiering voor een care home.

#### *Financiering*

Sinds 1992 wordt een groot gedeelte van de financiering van zorgobjecten waarvan de NHS gebruik maakt gefinancierd via Private Finance Initiatives. Er worden DBFMO (Design, Built, Finance, Maintain, Operate) overeenkomsten gesloten met private partijen die de ontwikkeling, onderhoud en het beheer van het zorgvastgoed voor hun rekening nemen. Voor de overheid waren er een drietal redenen om de PFI in te voeren. Ten eerste is het een goede manier om de financiële kracht van het bedrijfsleven te gebruiken en zo de vernieuwing van zorgvastgoed te vergroten; ten tweede het degelijke onderhoud tijdens de contractduur met de zorgaanbieder en als laatste zag de overheid het als een manier om de ervaring en innovativiteit van de private sector over te brengen op de gezondheidssector (Barlow & Koberle-Gaiser, 2008). Ondanks dat dit veelbelovend klinkt is er ook veel kritiek op de constructie. Door de PFI constructies moeten zorginstellingen leningen opnemen om aan de PFI contracteisen te voldoen. Toeslagen vanuit de NHS zijn onvoldoende om deze kosten te dragen waardoor de zorginstellingen samenwerkingen aangaan met private zorgaanbieders. Hierbij komen ontwikkelingen en investeringen in de kwaliteit van de publieke zorg in het gedrang (Gold, 2011). Ander onderzoek (Shaoul, Stafford, & Stapleton, 2008) laat zien dat de kosten van PFI hoger lagen dan verwacht door de gecreëerde monopolypositie. Het grootste gedeelte van privaat care-vastgoed wordt gefinancierd door institutionele investeerders waarbij vooral de REIT constructie een uitkomst biedt.





Afbeelding 4.3: Zorgsysteem V.K. publiek zorgaanbod & Private investering  
Bron: Bewerking van Zwart et al. (2010)

#### 4.4 Verenigde Staten

De gezondheidszorg in de Verenigde Staten is de afgelopen jaren een belangrijk onderwerp van discussie geweest.

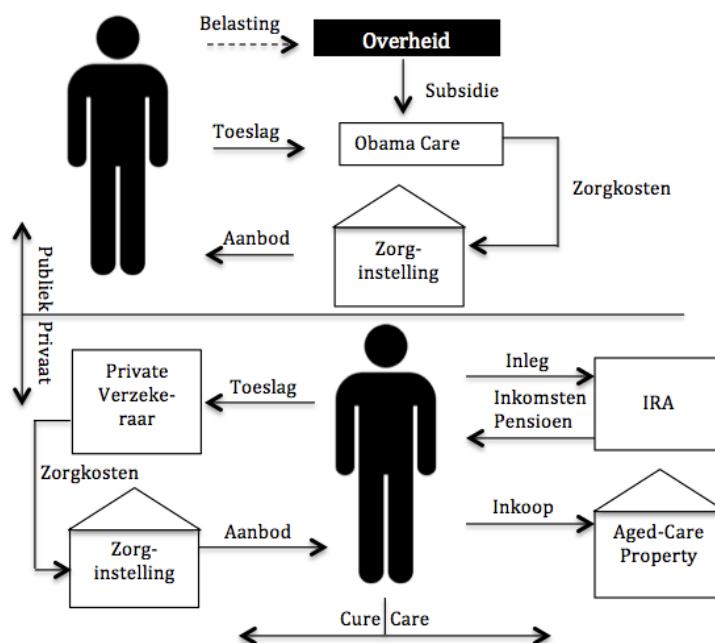
De Affordable Care Act (A.C.A.) ingevoerd door de huidige president Obama heeft grote veranderingen teweeggebracht in de mate van overheidssteun voor gezondheidsdiensten. Voor de invoering van de A.C.A. werden de zorgkosten door particuliere verzekeringen gedekt. In vele gevallen liepen deze verzekeringen via de werkgever. Echter bij een groot gedeelte van de bevolking, circa 46 miljoen mensen (15% van de totale bevolking), is er geen sprake van een gezondheidsverzekering. Het is niet zo dat een zorgbehoevend persoon geen medische aandacht krijgt. Een dokter is verplicht iemand te helpen, echter wordt er achteraf wel een rekening gestuurd voor de gemaakte zorgkosten. Vaak zijn deze hoge zorgkosten, niet of gedeeltelijk gedekt door de verzekering, een reden voor het failliet gaan van de particulier (Kotecha, 2010).

##### *Affordable Care Act: 'ObamaCare'*

De Affordable Care Act heeft als doel om gezondheidszorg toegankelijk en betaalbaar te maken voor iedereen in de Verenigde Staten. Tijdens een bepaalde periode in het jaar kan er worden ingeschreven op een zorgverzekering. Dit gebeurt op een forum waarbij de markt voor zorgverzekeraars zorg aanbiedt welke door de overheid wordt ondersteund. De zorgvrager verkrijgt zo een sterkere positie ten opzichte van de verzekeringsmaatschappijen (Obamacare, 2015). Vanuit een markt waarbij vooral de verzekeraar een dominante positie heeft vindt er door de Affordable Care Act dus een verandering plaats naar een markt waarbij de zorgafnemer meer keuze heeft. Hier is echter wel een forse overheidssturing voor nodig, bijvoorbeeld via belastingbeperkingen of subsidies. Met de komst van de ACA ontstaat ook controle door de overheid waarbij er diverse programma's en commissies in het leven zijn geroepen om de regulering vanuit de overheid te vergroten. De marktwerking van ACA zou net als in Nederland voor concurrentie in de zorg moeten zorgen waarbij de kwaliteit en betaalbaarheid worden gewaarborgd. Kritische geluiden over de ACA hebben betrekking op de stijgende prijzen door het ontstaan van een aanbiedersmarkt (Allan, F. 2013).

## Financiering

Het voorgaande is alleen van toepassing op diensten in de cure sector. De caresector is in de Verenigde Staten nog steeds volledig particulier geregeld. De benodigde financiering wordt voornamelijk verkregen via 'social security', een door de overheid gesubsidieerde pensioentoeslag. Dit wordt aangevuld met het pensioen van de werkgever en een privaat pensioen, ook wel een IRA genoemd. De IRA heeft een gunstige belastingstructuur en biedt de pensioengerechtigde diverse mogelijkheden om zijn pensioen op te bouwen. Veelal gebeurt dit via de werkgever maar het kan ook particulier of als zelfstandig ondernemer. IRA is opgebouwd uit onder andere aandelen en obligaties en vereist maandelijks een bijdrage van de eigenaar. De financiering van ouderenzorg of -pensioen dient dus door het individu zelf gedragen te worden (CNN, 2015; IRS, 2015). Aanvullingen hierin worden gegeven door Medicaid, de invulling voor langdurige steun in Medicare. Deze neemt echter maar een klein gedeelte (13%) van de financiering op zich. Het grootste gedeelte van de financiering van care homes wordt 'out-of-pocket' gedaan (CDC, 2013). De kosten betreffen gemiddeld 3.239 dollar per maand per persoon (longtermcare.gov, 2010), dit verschilt echter sterk per staat. Het gemiddelde inkomen voor ouderen boven de 65 ligt op 32,742 dollar (Brandon,2014). Dit inkomen is opgebouwd uit een aantal componenten: pensioen, vermogen, privaat pensioen (IRA) en eventueel Medicaid subsidies (pensionrights.org, 2015). Aanbieders van zorgobjecten in de caresector zijn ook volledig particulier georganiseerd waarbij financiering door de ontwikkelaar wordt verzorgd. Institutionele investeerders zien de private care homes als investering waarbij deze worden uitgebaat door private zorginstellingen die wisselend zijn qua grootte en demografie. In tegenstelling tot de REIT-structuur die in het Verenigd Koninkrijk een belangrijk deel van de financiering vormt is in de VS vooral sprake van niet beursgenoteerde investeerders.



Afbeelding 4.4: Zorgsysteem V.S. Publiek vs. Privaat & Cure vs. Care

Bron: Eigen bewerking

### *Conclusie*

Uit het bovenstaande zijn al een aantal relevante conclusies te trekken welke een antwoord vormen op deelvraag 2, en het eerste gedeelte van deelvraag 3. Ten eerste is dit de betrokkenheid van de overheid bij de uitvoering van zorg. In Nederland en Australië heeft de overheid meer een controlerende rol en ziet deze toe op kwaliteit en toegankelijkheid. In de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk wordt er direct vanuit de overheid gestuurd in de zorgmarkt. Concreet is dit het aanbieden van zorgpakketten (V.S.) en het actief ontwikkelen van zorgvastgoed (V.K. via NHS). Ten tweede is dit de rol die de overheid speelt bij de financiering van zorginstellingen. In Nederland gebeurt dit steeds in mindere mate, terwijl in de andere landen de overheid nog wel invloed heeft. Dit gebeurt in de drie landen via het innen van belasting en financiering van een overkoepelende zorginstelling (NHS, Medicare, ACA). De bemoeienis van de overheid kan positief of negatief uitpakken waarbij er voor de belegger zekerheden worden geschapen over de inkomsten, maar waarbij er mogelijk ook beperkingen worden opgelegd aan de ontwikkeling van het aanbod. Doordat in Nederland deze bemoeienis is gelimiteerd geeft dit de zorgvrijheid qua ontwikkeling en is het dus ook voor de vastgoedinvesteerder van belang om hierin mee te gaan.

Bovenstaande heeft duidelijk gemaakt wat de ontwikkelingen zijn rondom de zorg in Nederland en wat er in de toekomst verwacht mag worden. Vooral voor het niet-curatieve gedeelte is er een transformatie van publiek naar privaat gaande. Daarnaast worden de verschillen duidelijk tussen de verschillende zorgmarkten waarbij vooral de invloed van de overheid van belang is. Een ander belangrijk aspect is de mate waarin private partijen een rol spelen in het ontwikkelproces van zorgvastgoed.

## 5. Economische prestaties zorgvastgoed

Dit hoofdstuk bevat een weergave van de prestatie van zorgvastgoed van de vergelijkingslanden. Het doel is om antwoord te geven op het tweede gedeelte van deelvraag drie, waarbij het van belang is om inzicht te krijgen in de verschillende vastgoedmarkten per land en welke rol zorgvastgoed hierin speelt en deelvraag vier waarbij de prestaties van zorgvastgoed centraal staan. De hiervoor gebruikte data zijn afkomstig van IPD en NCREIF en bestrijken de periode 1994-2014. Data betreffende zorgvastgoed zijn in de meeste landen nog beperkt beschikbaar mede doordat het een nog vrij jonge beleggingscategorie is. Om dit tekort aan te vullen worden cijfers van REITs bekeken. Uit de beschikbaarheid van data blijken ook de eerste verschillen tussen de landen Australië, Verenigd Koninkrijk en Verenigde Staten. Deze drie landen zijn zoals al eerdergenoemd verder in hun ontwikkeling wat betreft zorgvastgoed als beleggingscategorie en behoren tot de meest transparante landen. Echter zijn er tussen deze landen wezenlijke verschillen in hoe ontwikkeld de systemen zijn rondom beleggingen in zorgvastgoed. De Verenigde Staten komen hierin het sterkst naar voren met een breed scala aan REITs die ook al geruime tijd bestaan. Dit gaat gepaard met een goede datavoorziening en biedt zodoende de mogelijkheid om de prestaties te beoordelen. Australië volgt als de op een na meest ontwikkelde markt voor zorgvastgoed. Er bestaan verschillende REITs en ook IPD data zijn beschikbaar. De markt in het Verenigd Koninkrijk blijft wat betreft REIT structuur en transparantie van data enigszins achter bij de vorige twee. Het zijn vooral de Amerikaanse REITs die geïnteresseerd zijn in zorgvastgoed in het Verenigd Koninkrijk (Batchelor, 2014). Ondanks deze verschillen zijn de prestaties van de verschillende markten wel vergelijkbaar doordat ervan wordt uitgegaan dat economische of culturele verschillen die de vergelijking significant kunnen beïnvloeden gering zijn.

Zorgvastgoed wordt gekenmerkt door een lage volatiliteit en een gemiddeld rendement en geeft vooral op de langere termijn een beter rendement dan het overige vastgoed (Frank Knight, 2014). Om te beoordelen of dit ook geldt voor de geselecteerde landen volgt hierna een uiteenzetting van de prestaties van de diverse vastgoedcategorieën per land aan de hand van de Moderne Portefeuille Theorie. Bij de portfolio-berekeningen met minimale variantie wordt telkens de rente op staatsleningen met een looptijd van 10 jaar als risicovrije voet genomen en worden de tijdsreeksen waar mogelijk vanaf 1994 meegenomen. Een beperking doet zich voor bij de tijdsreeksen van zorgvastgoed voor het Verenigd Koninkrijk en Australië. Deze reeksen bevatten onvoldoende jaren om mee te nemen in de portfolio bepaling. Hoe hiermee wordt omgegaan wordt per land verder toegelicht. Wat betreft de berekeningen zijn de belangrijkste kerngetallen opgenomen in tabellen in het betreffende hoofdstuk. Uitwerkingen van de variantie/covariantie zijn bijgevoegd in bijlage 2. Alle rendementen bestaan uit zowel het indirecte rendement, de waardeontwikkeling, als het directe rendement.

### 5.1 Verenigde Staten

Door de ruime beschikbaarheid aan data in de Verenigde Staten zijn deze het meest interessant in de vergelijking en lenen zich voor toepassing van de Moderne Portefeuille Theorie.

De data, afkomstig van NAREIT (National Association of Real Estate Investment Trusts), zijn samengesteld uit alle REITs en beursgenoteerde vastgoedbedrijven in de Verenigde Staten vanaf 1994.

Hoewel er op deze manier geen inzicht is in de rendementen van direct (zorg)vastgoed acht de auteur deze voldoende representatief om een oordeel te vellen over de economische prestatie van zorgvastgoed en welke positie deze categorie inneemt in de portefeuille van de belegger. Om de optimale portfolio te bepalen worden de gemiddelde rendementen; varianties en covarianties per categorie bepaald zoals beschreven in hoofdstuk twee. Vervolgens worden er 20.000 verschillende portfoliosamenstellingen berekend voor twee scenario's: laagste variantie en hoogste Sharpe index. Tabel 5.1 geeft een overzicht van de resultaten voor de Verenigde Staten.

Tabel 5.1 Kerngegevens portfoliebepaling Verenigde Staten

Vastgoed categorieën	Gemiddeld Rendement	Variantie	Standard Deviatie	Portfolio Minimale Variantie	Portfolio hoogste Sharpe Index
Winkels	15,33%	0,048	0,219	6,09%	24,63%
Industrieel/ Kantoren	13,53%	0,048	0,218	11,42%	0,13%
Residentieel	13,99%	0,042	0,204	43,74%	29,61%
Zorg	15,26%	0,044	0,211	38,76%	45,63%
Gemiddeld Rendement				14,51%	14,90%
Standaard Deviatie				0,184	0,186
Sharpe Index				0,654	0,666

Bron: eigen bewerking

Doordat de gegevens van zorgvastgoed goed beschikbaar zijn kunnen er een aantal relevante conclusies worden getrokken uit bovenstaande gegevens. Het rendement van zorgvastgoed is de op een na hoogste met 15,26% en de variantie is de op een na laagste. Zorgvastgoed heeft dus een goede risico/rendement verhouding met enkel residentieel vastgoed met een lagere standaarddeviatie. Dit is ook terug te zien in de portfoliosamenstelling. In zowel de portfolio met minimale variantie en hoogste Sharpe index neemt zorgvastgoed een prominente rol met een allocatie van respectievelijk 38,76% en 45,63%. De goede prestatie van zorgvastgoed is ook terug te vinden in de prestaties van individuele REITs. Health Care Reit (HCR) was in 2014 het best presterende S&P 500 fonds met een rendement van 48,5% (Health Care Reit, 2014). HCR herkent hierin vooral de veroudering van de bevolking en de toenemende kosten in gezondheidszorg als belangrijkste vraagfactoren. Wat opvallend is zijn winkels die een vergelijkbaar risicoprofiel vertonen als zorgvastgoed maar toch een minder grote rol spelen in de optimale portfolio. Bij het nader bekijken van de covarianties blijken winkel- en zorgvastgoed een sterk onderling verband te tonen. Door het ietwat gunstiger risicoprofiel van zorgvastgoed alloceert het model de optimale portfolio merendeels in zorgvastgoed.

Puur op basis van resultaten uit het verleden gebaseerd op REITs in de Verenigde Staten komt zorgvastgoed dus als een solide investering naar boven waarbij een hoog rendement wordt gecombineerd met een laag risico in vergelijking met de overige vastgoedcategorieën. Deze bevindingen komen overeen met de beweringen gedaan in het eerdergenoemde white paper van Van der Gijp (2014) waarin de IPD rendementen van het Verenigd Koninkrijk en Australië worden genomen.

## 5.2 Australië

De data zijn afkomstig van IPD en betreffen vastgoed van 51 participanten met een gecombineerde waarde van \$ 143 miljard en vertegenwoordigen 1339 objecten en bestrijken een periode van 1994-2014. Participanten betreffen REITs, niet-beursgenoteerde fondsen, private investeerders en de publieke sector (IPD, 2014). Residentieel vastgoed wordt in Australië niet meegenomen omdat hier geen data voor beschikbaar zijn. Het zorgvastgoed waaruit de IPD index wordt gevormd omvat 51 objecten met een waarde van \$ 1,4 miljard en bestrijkt de periode van 2012-2014, hiermee maakt zorgvastgoed 0,98% uit van de totale markt. In tegenstelling tot de Verenigde Staten zijn er voor Australië minder lange datareeksen voor zorgvastgoed beschikbaar. Het is dus moeilijker om met het gebruik van de optimale portfoliotheorie conclusies te trekken over zorgvastgoed in Australië. Deze data zullen daarom ondersteund worden met data van individuele REITs. Hiervoor zijn de twee grootste Healthcare REITs meegenomen en de algemene IPD data. Tabel 5.2 bevat een weergave van de belangrijkste kerngetallen voor de optimale portfolio bepaling van Australië.

Tabel 5.2 Kerngetallen optimale portfolio Australië

<b>Vastgoed categorieën</b>	Gemiddeld Rendement	Variantie	Standard Deviatie	Portfolio Minimale Variantie	Portfolio hoogste Sharpe Index
Retail	11,3%	0,0021	0,0456	90,9%	80,5%
Industrial	12,3%	0,0034	0,0580	0,0%	19,5%
Office	10,2%	0,0037	0,0606	9,0%	0,0%
Healthcare	11,3%				
Generation Healthcare Reit	19,6%				
VHP Trust	9,6%				
Gemiddeld Rendement				11,2%	11,5%
Standaard Deviatie				0,045	0,046
Sharpe Index				1,920	1,959

Bron: eigen bewerking

Uit de bovenstaande tabel kunnen een aantal aspecten worden geconcludeerd. Allereerst komt uit de portfolio bepaling naar voren dat winkels het merendeel van de portefeuille krijgen toegewezen, de lage variantie is hiervan de belangrijkste determinant. Wat daarnaast opvalt zijn de grote verschillen in rendementen tussen de IPD healthcare index, Generation Health Care Reit en VHP Trust. Nader inzicht in de determinanten en verschillen tussen deze drie moet een beter inzicht geven in de Australische markt voor zorgvastgoed.

Tabel 5.3 laat de gemiddelde rendementen per jaar zien en hierover zijn een aantal zaken op te merken. Naast grote verschillen in rendement tussen de drie is er ook sprake van een hoge variantie tussen jaargangen. Dit komt vooral naar voren bij de twee REITs. In de jaarverslagen van de desbetreffende fondsen worden deze effecten niet nader toegelicht. Wel wordt de algemene positieve tendens rondom zorgvastgoed besproken met een hoge bezettingsgraad (98,6%), verouderende bevolking, technologie gedreven innovaties en de stijgende verwachtingen van de gebruiker als belangrijkste incentives (Generation Health Care, 2012).

Tabel 5.3 Rendement zorgvastgoed Australië

Vastgoedcategorieën	Healthcare (IPD)	Generation Healthcare Reit	VHP Trust
2010		26,49%	-4,34%
2011		-20,94%	3,77%
2012	12,10%	31,13%	15,45%
2013	10,00%	25,24%	1,49%
2014	10,50%	36,07%	31,64%
Gemiddeld	11,30%	19,60%	9,60%

Bron: IPD.com; Bloomberg Business

Om te bepalen hoe zorgvastgoed in de portefeuille van de belegger past kan er via het Capital Asset Pricing Model (CAPM) worden bepaald wat het gewenste rendement is op de belegging. Dit geeft een indicatie in welke mate de rendementen beschreven in tabel 5.3 voldoen aan de rendementseis van de belegger. Hiervoor worden beta's bepaald voor Healthcare (IPD), Generation Healthcare Reit en VHP trust en deze worden afgezet tegen de markt. De beta's worden berekend via formule (2.8) en de vereiste rendementen via formule (2.7) uit hoofdstuk twee. Tabel 5.4 geeft een overzicht van de uitkomsten van deze berekening. Het rendement op de markt is het gemiddelde van de winkel, industrieel en kantoren vastgoed uit IPD data en de risicovrije voet is gebaseerd op het rendement van een 10 jaar staatslening, namelijk 2,5% (bloomberg.com). De te verwachten rendementen (Eri) kunnen vervolgens worden afgezet tegen de gemiddelde rendementen die in het verleden zijn behaald zoals weergegeven in tabel 5.3. Hierbij zijn enkel de rendementen van de REITs hoog genoeg om te voldoen aan de rendementseis. Een mogelijke implicatie voor de correctheid van de uitkomsten is de beperking in de databeschikbaarheid.

Tabel 5.4 CAPM Australië

Vastgoedcategorieën	Totale vastgoedmarkt	Zorgvastgoed IPD	Generation Healthcare Reit	VHP Trust
Gemiddeld Rendement	11,25%	11,28%	19,60%	9,60%
Variantie	0,003	0,0001	0,053	0,020
Standard Deviatie	0,051	0,0121	0,231	0,143
Covariantie		0,0003	0,0026	0,0056
Variantie		0,0001	0,0532	0,0204
Beta		2,20	0,05	0,27
Eri		21,76%	2,93%	4,89%

Bron: eigen bewerking

Vanuit de CAPM berekening kan worden geconcludeerd dat enkel de REITs goed genoeg presteren als deze worden toegevoegd aan de marktportfolio. Daar de REITs maar een klein gedeelte van de markt bevatten is het lastig om te bepalen of deze een gemiddeld rendement laten zien of dat deze sterk bovengemiddeld presteren. Ook vanuit de IPD data is dit lastig te bepalen gezien de beperking in de lengte van de datareeks. Het is dus essentieel om meer data ter beschikking te hebben om inzichtelijk te krijgen wat de gemiddelde prestatie van zorgvastgoed is in Australië. Er dient nog een kanttekening te worden gemaakt bij deze korte datareeks. Het betreft hier namelijk een periode kort na de financiële crisis waarbij de markt in herstel is. Dit geeft mogelijk een vertekend beeld van de behaalde rendementen (Thangaraj & Khuan Chan, 2012).

### 5.3 Verenigd Koninkrijk

De data voor het Verenigd Koninkrijk zijn eveneens afkomstig van IPD. De index is samengesteld op basis van 22.985 vastgoedinvesteringen met een totale waarde van £183.7 miljard en is representatief voor 60%-70% van de totale vastgoedmarkt (IPD, 2015). De index voor zorgvastgoed bestaat uit 1073 zorg-objecten met een waarde van £4 miljard en bestaat uit 'Primary en Secondary Care'<sup>2</sup> (IPD, 2015). Voor het Verenigd Koninkrijk geldt ook dat er maar een beperkte beschikbaarheid aan lengte (2012-2014) van datareeksen is voor zorgvastgoed en daarom worden deze niet meegenomen in de optimale portefeuillebepaling. De data van de overige vastgoed categorieën bestrijkt een periode van 1994-2014. Net als bij Australië zullen de cijfers daarom worden ondersteund met een individuele REIT. REITs in het V.K. zijn echter ook beperkt<sup>3</sup>, reden hiervoor is dat voornamelijk Amerikaanse REITs zorgvastgoed in het V.K. beheren. De aanwezigheid van Amerikaanse beleggers wordt verklaard door het feit dat het V.K. wordt gezien als een brug naar het Europese vasteland en de overeenkomst qua demografische trends en rendementen tussen de V.S. en het V.K. (Tasker & Crockett, 2013). De in Toledo, Ohio gevestigde Health Care Reit is hierin de grootste met in totaal 1300 zorgvastgoedobjecten waarvan 4,1% in Londen is gelokaliseerd in voornamelijk care homes. Informatie over de specifieke prestatie van het Engelse zorgvastgoed is niet beschikbaar (Health Care Reit, 2014). De REIT die verder wordt gehanteerd in de analyse van de zorgvastgoedmarkt van het Verenigd Koninkrijk betreft Primary Health Properties (PHP), gevestigd in en gericht op 'Primary Care' objecten in het Verenigd Koninkrijk (phpgroup.com). Tabel 5.5 geeft een overzicht van de belangrijkste cijfers met betrekking tot de optimale portefeuille- bepaling middels dezelfde berekeningswijze dan eerder bepaald.

Uit de tabel kunnen een aantal conclusies worden getrokken. Allereerst is dit het hoge aandeel van residentieel vastgoed in de optimale portefeuille. Dit resultaat werd ook aangetroffen in de Verenigde Staten en heeft ook dezelfde determinant namelijk

---

<sup>2</sup> "Primaire zorg is de lokale gezondheidszorg die we krijgen van huisartsen, NHS-walk-in centra, tandartsen, apothekers en optometristen. Secundaire (of 'acute') zorg is de zorg die mensen ontvangen in het ziekenhuis. Het kan ongeplande spoedeisende hulp of een operatie, of geplande medisch specialistische zorg of een operatie zijn." (NHS.com)

<sup>3</sup> Het totaal aantal health care REITs in het Verenigd Koninkrijk zijn: Primary Healthcare REIT, Target Healthcare REIT. Deze laatstgenoemde bestaat pas sinds 2013 en biedt daardoor weinig toegevoegde waarde aan de data voor dit onderzoek.



een lage variantie en standaarddeviatie. Het overige deel van de portefeuille is redelijk evenredig verdeeld over de overige vastgoed categorieën met een iets hoger aandeel in winkels en iets langer aandeel in kantoren. Wat opvalt is dat zorgvastgoed een lager rendement laat zien dan de overige vastgoed categorieën.

Tabel 5.5 Kerngetallen optimale portfolio Verenigd Koninkrijk

Vastgoed categorieën	Gemiddeld Rendement	Variantie	Standard Deviatie	Portfolio Minimale Variantie	Portfolio hoogste Sharpe Index
Winkels	9,2%	0,0016	0,0364	9,20%	6,38%
Industrieel	9,8%	0,0304	0,1813	7,70%	0,47%
Kantoren	9,2%	0,4976	0,7523	4,77%	1,43%
Residentieel	13,4%	0,0027	0,0503	78,33%	91,72%
Healthcare	5,8%				
Primary Health Properties	6,1%				
Mean Return				12,6%	13,1%
SD				0,0729	0,0735
Sharpe Index				1,4901	1,5500

Bron: Eigen bewerking

Door beperkingen in data is het niet mogelijk om een betrouwbare variantie en standaarddeviatie te bepalen. Om meer inzicht te krijgen in de zorgvastgoedmarkt van het V.K. wordt er net als bij Australië het CAPM toegepast. Tabel 5.6 geeft inzicht in de beschikbare data en tabel 5.7 geeft vervolgens met het gebruik van deze data de uitwerking van het CAPM.

Het rendement op de markt is het gemiddelde van de winkel-, industrieel, residentieel en kantorenvastgoed uit IPD data en de risicovrije voet is gebaseerd op het rendement van een 10 jaar staatslening, namelijk 1,7% (bloomberg.com). Voor zowel de IPD data als voor Primary Health Properties wordt het verwachte rendement van respectievelijk 14,54% en 16,66% niet behaald op basis van voorgaande jaren. De rendementen van IPD en de REIT liggen in dit geval wel dicht bij elkaar dan bij Australië het geval is.

Wederom kan door een beperking in data echter niet een concrete conclusie worden getrokken uit deze gegevens. Inzichten in de zorgmarkt van het Verenigd Koninkrijk worden wel gevonden in het jaarverslag van PHP. Omdat het hier enkel 'Primary Care' betreft is het door het buiten beschouwing van onder andere ziekenhuizen ook beter vergelijkbaar met de Nederlandse 'Care' zorg.

#### *Primary Health Care*

PHP richt zich vooral op verhuur op lange termijn van zorgobjecten in de 'Primary Care' sector aan de overheid in samenwerking met de NHS. Cijfers laten gedurende 18 jaren een groei in rendementen zien en er vindt een constante acquisitie van nieuwe objecten plaats. Daarnaast is er sprake van lange huurperiodes met 48% van de portefeuille vastgelegd aan contracten voor nog minimaal 15 jaar. Er zijn een divers aantal drijfveren voor de vraag naar zorgvastgoed, deze zijn weergegeven in tabel 5.8.

Tabel 5.6 Rendementen zorgvastgoed Verenigd Koninkrijk

	<b>Healthcare (IPD)</b>	<b>PHP</b>
2010		9,16%
2011		5,86%
2012	2,90%	3,36%
2013	5,60%	4,92%
2014	9,00%	7,12%
Gemiddeld	5,83%	6,08%

Bron: IPD.com; Bloomberg Business

Tabel 5.7 CAPM Verenigd Koninkrijk

	<b>Total Market</b>	<b>Healthcare(IPD)</b>	<b>PHP</b>
Gemiddeld Rendement	10,42%	5,83%	6,08%
Variantie	0,007	0,001	0,000
Standard Deviatie	0,084	0,031	0,022
Covariantie		0,0014	0,0006
Variantie		0,0009	0,0004
Beta		1,47	1,72
Eri		14,54%	16,66%

Bron: eigen bewerking

Tabel 5.8 Drijfveren zorgvastgoed Primary Health Properties

<b>Politiek Beleidsmatig</b>	<b>Demografische Determinanten</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Langere openingstijden zorgfaciliteiten</li> <li>Groei in zorgfaciliteiten</li> <li>Aanhouden van NHS budget</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Stijging in populatie van 10% in 15 jaar</li> <li>Percentage ouderen ouder dan 70 stijgt tot 45%</li> <li>Meer consultaties bij huisartsen</li> </ul>
<b>NHS 5 jaren plan</b>	<b>Tekortkomingen Aanbod</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Meer investeringen in Primary Care</li> <li>Integratie gezondheidszorg en sociale zorg(ouderen zorg, armoede, fysieke beperkingen)</li> <li>Nadruk op 'out-of-hospital care'</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>70% van huisartsen geeft aan dat het vastgoed niet voldoet aan de wensen voor het aanbieden van diensten</li> <li>40% geeft aan dat huidig vastgoed niet kan worden aangepast om deze behoeften te voldoen.</li> </ul>

Bron: Primary Health Properties (2014): Annual Results Presentation

### Conclusie

Dit hoofdstuk heeft inzicht gegeven in de positie die zorgvastgoed inneemt in de portefeuille waarbij duidelijk diversificatievoordelen zijn te herkennen. Daarnaast zijn de verwachte verhoudingen van zorgvastgoed ten opzichte van de andere vastgoed categorieën bevestigd. Hiermee zijn deelvraag drie, deel twee en deelvraag vier bevredigend beantwoord. Echter behoren daarbij enkele kritische opmerkingen gemaakt te worden.

Door de beperkte datareeksen in zorgvastgoed is het lastig om kwantitatief te bepalen welke rol zorgvastgoed speelt in de portefeuille van de belegger. De beste

marktinformatie is te verkrijgen uit de Verenigde Staten waarbij de beschikbaarheid van data een goede weergave vormt van de rol van zorgvastgoed in de portefeuille. Er komt dan ook naar voren dat zorgvastgoed een prominente rol speelt in de portefeuille van de belegger waarbij hoge rendementen tegen een relatief laag risico worden behaald en vergelijkbaar zijn met residentieel vastgoed.

Voor Australië is vooral het verschil tussen de IPD index en de REITs qua rendement en volatiliteit opmerkelijk. In het Verenigd Koninkrijk blijven de rendementen op het eerste gezicht echter achter ten opzichte van de andere vastgoedcategorieën en deze laten niet het positieve karakter zien die wel waar te nemen zijn in de VS en Australië. Verklaringen hiervoor zijn de korte datareeksen en het feit dat Amerikaanse beleggers deel uit maken van de markt voor zorgvastgoed maar over hun Brits zorgvastgoed weinig inzicht bieden. Aannames gedaan door Syntrus Achmea in het white paper van Van der Gijp (2014) voor Nederlands zorgvastgoed op basis van IPD cijfers van het Verenigd Koninkrijk en Australië lijken dus te kort door de bocht te zijn. De beperkingen in de data voor deze twee landen geven onvoldoende inzicht in de rendementen op zorgvastgoed en er moet vooral worden gekeken naar de achterliggende mechanismen en determinanten van de zorgvastgoedmarkt. Het is vooral de Amerikaanse markt die waardevol is door de mate van databeschikbaarheid en de aanwezigheid van ver gevorderde ervaringen van REITs op de zorgvastgoedmarkt in de V.S. Bovenstaande aspecten zijn van belang om rekening mee te houden bij de vertaalslag naar de Nederlandse zorgvastgoedmarkt en het bepalen van een rendement.

## 6. De positie van zorgvastgoed in de Nederlandse beleggingsportefeuille

Dit hoofdstuk zal een vertaalslag maken van de kennis opgedaan in de vorige twee hoofdstukken naar de Nederlandse beleggingsmarkt voor zorgvastgoed. Het doel hierbij is inzicht te geven in de mogelijkheden die de Nederlandse zorgvastgoedmarkt biedt voor vastgoedbeleggers en welke risico's hiermee gepaard gaan. Daarbij wordt ook gepoogd antwoord te geven op deelvraag vijf. Allereerst zal de bestaande vastgoedmarkt worden beschreven. Hierbij komen de prestaties van de vastgoedcategorieën aan bod en de kennis over Nederlands zorgvastgoed die tot nu toe beschikbaar is. Daarop volgt een vergelijking met zowel de beleidsaspecten als de economische prestaties van de landen besproken hierboven.

### 6.1 Bestaande vastgoedmarkt

Tabel 6.1 geeft een overzicht van de Nederlandse vastgoedmarkt (maart 2015). Hierin valt op dat het grootste gedeelte van de waarde zich bevindt in woningen, gevolgd door winkels en kantoren. De hoogste rendementen in de periode van 03-2014 tot 03-2015 en 03-2010 tot 03-2015 zijn te vinden in respectievelijk kantoren en overig<sup>4</sup>. Doordat er in Nederland nog maar in beperkte mate publiek wordt geïnvesteerd in zorgvastgoed neemt IPD deze niet op in haar overzicht. De zorgvastgoedmarkt is echter in grootte vergelijkbaar met de kantorenmarkt en biedt dus in potentie een marktaandeel van circa 15% (Gijp van der, 2014).

Tabel 6.1. Overzicht kengetallen Vastgoed Nederland

	Kapitaalwaarde (€m)	Kapitaalwaarde (%)	Rendement 1 jaar (%)	Rendement 5 jaar (%)
Alle objecten	22.047,40	100	5,2	2,9
Winkels	5.875,50	26,6	2,9	4,6
Kantoren	3427,6	15,5	5,6	1,2
Bedrijfsruimten	108	0,5	2,7	-0,5
Woningen	12.100,60	54,9	6,4	2,4
Overig	535,70	2,4	4,4	5,5

Bron: IPD.com

De Nederlandse vastgoedmarkt is het afgelopen jaar voor het eerst sinds drie jaar weer gegroeid qua transactieomvang en marktwaarde. Het optimisme komt vooral terug in de stijgende koopmarkt voor woningen maar laat zich nog niet zien op de kantoren en winkelmarkt. Er is een daling van transacties te ontdekken op de kantorenmarkt en de winkelmarkt volgt dezelfde trend van structurele leegstand en dalende huren (NVM, 2014). Vanuit de visie van DTZ Zadelhof (2015) zijn er voor de toekomstige vastgoedmarkt in Nederland een aantal belangrijke ontwikkelingen te constateren. Zo is er op de winkelmarkt sprake van toenemende internationalisatie en concurreren 'prime'<sup>5</sup> markten uit verschillende landen steeds vaker met elkaar. Dit leidt tot een verkleining van het aantal A1 locaties en verkleint de rendementen op winkelvastgoed. Op de kantorenmarkt wordt door middel van een efficiëntieslag in de 'ijzeren voorraad', de toenemende mate van flexwerken en het aanhouden van ontslagrondes in de financiële sector nieuwe ontwikkeling beperkt.

<sup>4</sup> Overig bestaat uit: parkeren, mix-use en andere (IPD.com)

<sup>5</sup> Hieronder worden de beste A1 winkelstraten bedoeld. (DTZ Zadelhoff, 2015)

Hierdoor zal de absolute kantooropname voor 2015-2018 veel lager uitvallen (1.500.000-1.800.000 m<sup>2</sup>) in vergelijking met de jaren voor de crisis, 2.400.000m<sup>2</sup> in 2007 (DTZ Zadelhof, 2015).

#### *Nederlands Zorgvastgoed*

Syntrus Achmea (2015) erkent de ontwikkelingen op winkel- en kantorenmarkt en ziet ook in de markt voor zorgvastgoed beginnende leegstand optreden in met name verouderde grootschalige verpleeghuizen en op lichte zorg gerichte zorg voorzieningen. Door beleidsontwikkelingen op het gebied van zorgvastgoed wordt hierin echter ook potentie tot hertontwikkeling benoemd. Een verandering van 'greenfield naar brownfield' in de bouwopgave zal ertoe leiden dat er steeds vaker beroep wordt gedaan op beleggers omdat traditionele vastgoedpartijen (gemeentes, ontwikkelaars, corporaties) geen kapitaal meer in risicodragende projecten steken (Syntrus Achmea, 2015). Zorgvastgoed biedt de belegger dus mogelijkheden die in een krimpende kantoor- en winkelmarkt niet aanwezig is. Dit is een trend die momenteel al is ingezet en zorgvastgoed als, nog jonge, beleggingscategorie neemt in belang toe. De stuwende factor hierachter zijn ontwikkelingen in beleid en verhoogde privatisering in de zorg.

In tabel 6.2 wordt door middel van een SWOT-analyse het potentieel van Nederlands zorgvastgoed in beeld gebracht. In vergelijking met andere vastgoedcategorieën is vooral het aangaan van langjarige geïndexeerde huurovereenkomsten met zorginstellingen interessant. Ontwikkelingen in de kantoor- en winkelmarkt leiden tot steeds kortere huurovereenkomsten die weer gepaard gaan met een hoger risico voor de belegger. De zorgmarkt kenmerkt zich door langlopende huurovereenkomsten en dus een hogere mate van zekerheid.

Tabel 6.2 SWOT-analyse Nederlandse markt voor zorgvastgoed

<b>Sterkten</b>	<b>Zwakten</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Politieke keuze voor meer marktwerking in de zorg.</li> <li>• Demografische ontwikkeling als motor van de zorgvraag.</li> <li>• Bereidheid van zorginstellingen om langjarige geïndexeerde huurovereenkomsten aan te gaan.</li> <li>• Beleggen in zorgvastgoed draagt bij aan maatschappelijke profilering.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Beperkte omvang van bestaande institutionele zorgmarkt.</li> <li>• Nog geen eindversie van het zorgstelsel; onduidelijkheid over de beheersing van kosten en de financiering van de zorg in de toekomst.</li> <li>• Beperkte solvabiliteit en organisatiesterkte van veel zorgverlenende partijen.</li> </ul>
<b>Kansen</b>	<b>Bedreigingen</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Beleggingssector in beginstadium met kansen voor cherry-picking<sup>6</sup> en een gunstig rendement-risicoprofiel (early adaptor premium).</li> <li>• Nieuwe structuur zorgsector met meer zorg dicht bij de mensen leidt tot nieuwbouwvraag.</li> <li>• Wijziging bekostigingssysteem nieuwbouw in de zorg die leidt tot vraag naar meer efficiënte gebouwen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Politieke afhankelijkheid in koers van de zorgsector.</li> <li>• Zorgsector die beleggers als bedreiging ziet.</li> </ul>

Bron: Achmea Vastgoed

<sup>6</sup> Het selecteren van de meest waardevolle/gewilde. Bron: Oxford Dictionaries.

De bestaande beleggingsmarkt voor vastgoed in Nederland zal worden beschreven aan de hand IPD data. De data bestaan uit de prestaties van 2.628 vastgoedobjecten met een totale waarde van € 22,1 miljard en bestrijken 25%-35% van de totale vastgoedmarkt (IPD, 2015). Middels de berekeningen van de Moderne Portefeuille Theorie, zoals ook eerder uitgevoerd in hoofdstuk vijf, wordt de optimale samenstelling van de Nederlandse vastgoedmarkt in beeld gebracht. Dit geeft een uitgangspunt voor de vergelijking met de overige landen. Hiervoor worden wederom de gemiddelde rendementen; varianties en covarianties per categorie bepaald zoals beschreven in hoofdstuk twee. Vervolgens worden er 20.000 verschillende portfolio samenstellingen berekend voor twee scenario's: laagste variantie en hoogste Sharpe index. Tabel 6.1 geeft een overzicht van deze gegevens voor Nederland voor de periode 1995-2014.

Tabel 6.3 Kerngetallen optimale portefeuille Nederland

Vastgoedcategorieën	Gemiddeld Rendement	Variantie	Standard Deviatie	Portfolio Minimale Variantie	Portfolio hoogste Sharpe Index
Winkels	8,22%	0,001681	0,041005	75,09%	67,91%
Kantoren	6,68%	0,00321	0,056654	2,21%	1,46%
Industrieel	8,32%	0,002247	0,047403	22,34%	30,31%
Residentieel	8,32%	0,00351	0,059246	0,36%	0,32%
Gemiddeld Rendement				8,2%	8,2%
Standaard Deviatie				0,0407	0,0408
Sharpe Index				1,9393	1,9413

Bron: eigen bewerking

Uit de bovenstaande tabel zijn een aantal zaken te concluderen. Wat allereerst opvalt is de hoge mate van winkelvastgoed in beide portfolio's. Kijkende naar rendementen en risico's valt dit toe te wijzen aan een goede rendement/risico-verhouding ten opzichte van de overige categorieën. Waar er wel nog een redelijk aandeel wordt toegewezen aan industrieel vastgoed blijven kantoren en residentieel vastgoed achter. Bij het beter bekijken van de datareeks concludeert de auteur dat deze twee categorieën vooral ten tijde van de financiële crisis slechter hebben gepresteerd dan industrieel en winkelvastgoed. Dit heeft geleid tot een verhoogde volatiliteit ergo een verhoogd risico.

## 6.2 Vergelijking zorgmarkten

Deze gegevens hebbende kan er nu tot de kern van dit onderzoek worden gekomen namelijk het vergelijken van beleid en economische aspecten van zorgvastgoed tussen Nederland, het Verenigd Koninkrijk, Australië en de Verenigde Staten. Tabel 6.4 geeft een overzicht van de belangrijkste kenmerken per land en zet daar de Nederlandse kenmerken tegenover. Hierdoor worden de verschillen en overeenkomsten goed duidelijk.

Tabel 6.4 Vergelijking zorgmarkten

Beleidsaspecten		Economische Aspecten	
Verenigde Staten	Nederland	Verenigde Staten	Nederland
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Invoering A.C.A leidt tot sterkere positie zorgbehoevende</li> <li>• Verhoogde Overheidssturing door invoering A.C.A d.m.v. belastingen en subsidies</li> <li>• Concurrentie tussen zorgaanbieders is doel A.C.A</li> <li>• Care sector particulier vormgegeven</li> <li>• Care financiering via IRA (pensioen)</li> <li>• Ontwikkelaar financiert ontwikkeling care vastgoed</li> <li>• Private instellingen zijn uitbater care objecten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Overheidssteun wordt sterk verminderd, invoer prestatie-bekostiging</li> <li>• Verhoogde concurrentie zorgaanbieders</li> <li>• Overgang naar particulier zorgvastgoed</li> <li>• Care financiering via pensioen</li> <li>• WTZI maakt winst mogelijk zorginstelling en biedt kansen voor ontwikkelaar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zorg en Residentieel vastgoed hoofdmoot in optimale portefeuille</li> <li>• Zorgvastgoed combineert laag risico met hoog rendement en is vergelijkbaar met woningmarkt</li> <li>• Winkels en kantoren/ industrieel presteren ondergemiddeld</li> <li>• Hoge aanwezigheid Health Care REITs</li> <li>• Goede en volledige dataset, gebaseerd op REITs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Optimale portfolio vooral in winkels en industrieel vastgoed</li> <li>• Nederland vertoont lagere rendement/risico verhoudingen.</li> <li>• Winkels en industrieel presteren bovengemiddeld, kantoren lager.</li> <li>• Geen aanwezigheid Health Care REITs</li> <li>• Geen data zorgvastgoed, wel overige categorieën</li> </ul>
Australië	Nederland	Australië	Nederland
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Basis zorg vanuit Medicare</li> <li>• Private partijen ondersteunend voor overheid</li> <li>• Overheid controleert zorg-systeem op kwaliteit en betaalbaarheid</li> <li>• Groot gedeelte Care vastgoed niet-gesecuritiseerd</li> <li>• Nauwelijks eigen ontwikkeling zorgobjecten</li> <li>• Door vertrouwde cultuur in vastgoed-investeringen geen onderscheid tussen cure en care investeringen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Deregulering zorgsysteem</li> <li>• Overheid controleert op betaalbaarheid en kwaliteit van zorg.</li> <li>• Care vastgoed volledig gesecuritiseerd door corporaties</li> <li>• Uit de hoofdstuk vier volgt dat zorginstellingen de expertise missen voor ontwikkeling</li> <li>• Nog geen cultuur voor investeren in zorgvastgoed</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Beperkte data in zorgvastgoed, geen data residentieel vastgoed.</li> <li>• Optimale portfolio bestaat voornamelijk uit winkels</li> <li>• Relatief lage varianties ergo risico's</li> <li>• Diverse Health Care REITs, prestaties lopen sterk uiteen. IPD cijfers relatief laag t.o.v REITs</li> <li>• Positieve tendens zorgvastgoed vooral door hoge bezettingsgraad, verouderende bevolking, technologie gedreven innovaties en stijgende verwachtingen gebruiker.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Geen data zorgvastgoed</li> <li>• Optimale portfolio vooral in winkels en industrieel</li> <li>• Varianties/ Standaard-deviaties vergelijkbaar</li> <li>• Geen REITs</li> <li>• Verhoogde potentie (her)ontwikkeling zorgvastgoed door: politieke ontwikkelingen, privatisering zorg, krimpende kantoor en winkelmarkt</li> </ul>

Vervolg tabel 6.4

Beleidsaspecten		Economische Aspecten	
Verenigd Koninkrijk	Nederland	Verenigd Koninkrijk	Nederland
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zorgsysteem gestuurd vanuit de overheid via NHS en controleert op kwaliteit</li> <li>• Private partijen ondersteunen overheid</li> <li>• Publieke zorginstellingen huisvesten private partijen</li> <li>• Verandering van publieke care-homes naar privaat</li> <li>• NHS ontwikkelt i.s.m private partijen via DBFMO en PFI constructies</li> <li>• PFI constructies leveren financieel krappe posities op voor zorginstellingen</li> <li>• Merendeel financiering privaat vastgoed via REITs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verzekeraars en zorginstellingen sturen systeem, overheid controleert.</li> <li>• Zorginstellingen dienen minder afhankelijk te zijn van overheid.</li> <li>• Private partijen, bijvoorbeeld apothekers, zijn gehuisvest in publieke zorginstellingen.</li> <li>• Care-homes zijn volledig privaat</li> <li>• Zorginstellingen hebben nog beperkte samenwerking met marktpartijen</li> <li>• Risico investering verschuift naar zorginstelling</li> <li>• Geen REITs met zorgvastgoed</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Beperkte data in zorgvastgoed</li> <li>• Beperkte aanwezigheid REITs, investeringen vooral uit V.S.</li> <li>• Optimale portfolio vooral in residentieel vastgoed</li> <li>• Lage variantie (risico) in vooral residentieel, winkel en industrieel vastgoed</li> <li>• Primary Health Care REIT verwacht sterke ontwikkeling zorgvastgoed door onder andere: Aanhoudende overheidssteun, stijging % ouderen, stijgende behoefte kwalitatief vastgoed.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Geen beschikbare data zorgvastgoed</li> <li>• Geen aanwezige REITs in zorgvastgoed. Wel in overig vastgoed</li> <li>• Optimale portfolio vooral in winkels en industrieel vastgoed</li> <li>• Lage(re) variantie (risico) in alle vastgoed-categorieën</li> <li>• Verhoogde potentie (her)ontwikkeling zorgvastgoed door: politieke ontwikkelingen, privatisering zorg, krimpende kantoor en winkelmarkt en vraag naar efficiënte gebouwen (Syntrus Achmea, 2015)</li> </ul>

Bron: eigen bewerking

#### *Nederland versus Verenigde Staten*

Het grote voordeel aan de vergelijking tussen Nederland en de Verenigde Staten is de beschikbaarheid van data over zorgvastgoed in de VS. Om een vertaalslag te maken naar een indicatie voor de prestaties van zorgvastgoed in Nederland, zijn er wel een aantal beleids- en economische aspecten die nader moeten worden bekeken.

In tegenstelling tot Nederland vindt er in de VS een verschuiving plaats waarbij de overheid een grotere rol gaat spelen op de zorgmarkt. Hierbij wordt de staatssteun aan de zorg verhoogd met behulp van belastingen en subsidies. Voor de Care sector heeft dit maar in beperkte mate consequenties en deze zal dan ook volledig particulier georganiseerd blijven. De Care markt in zorgvastgoed van de VS komt zodoende goed overeen met de tendens in Nederland. Privatisering van zorginstellingen en de mogelijkheid om winst te maken bieden de ontwikkelaar/belegger in Nederland dezelfde mogelijkheden nu al aanwezig voor de Amerikaanse belegger. Qua economische aspecten zit er wel een groot verschil tussen Nederland en de VS vooral wat betreft risico/rendement verhoudingen.



In de VS worden er hogere rendementen tegen hogere risico's behaald. Daarentegen presteren winkels en kantoren/industriële vastgoed juist minder dan in Nederland. Naast deze verschillen zijn er ook grote verschillen wat betreft beleggingsinstellingen, in de VS zijn deze vooral vormgegeven als in zorg gespecialiseerde REITs. De Nederlandse variant van de REIT, de FBI, is ook aan een opmars bezig echter deze bestaat nog niet voor zorgvastgoed (Boyd, 2014). Ondanks deze verschillen is wel te concluderen dat zorgvastgoed een belangrijke rol speelt in de portefeuille van de Amerikaanse belegger door een goed rendements/risico verhouding. Gezien overeenkomstige beleidsaspecten kan Nederlands zorgvastgoed mogelijk dezelfde rol gaan vervullen in de Nederlandse vastgoedportefeuille, door verschillen in rendement en risico kan er vanuit de Amerikaanse markt echter geen indicatie worden gegeven ten aanzien van rendementen voor Nederland.

#### *Nederland versus Australië*

Een tweetal aspecten maakt een vergelijking tussen Nederland en Australië erg lastig dit zijn: een gebrek aan data (afwezigheid van residentieel- en zorgvastgoed data in Australië) en een groot verschil in zorgsystemen (Australië heeft nog sturing en participatie van de overheid op de zorgmarkt). De sturing vanuit de overheid garandeert niet volledige concurrentie tussen zorgaanbieders en indiceert mogelijk te positieve prestatiesignalen van zorgvastgoed. Wat opvallend is aan Australië is dat ondanks de cultuur rondom beleggen in vastgoed en de ervaring daarin de informatievoorziening erg beperkt is. De meest waardevolle informatie betreffende zorgvastgoed moet dus komen van de individuele REITs. Ervaringen van REITs geven inzicht in de prestaties van zorgvastgoed maar ook de determinanten achter de prestaties. Voor Generation Health Care zijn de determinanten een hoge bezettingsgraad, verouderende bevolking, technologie gedreven innovaties en stijgende verwachtingen over de gebruiker. Daarnaast wordt er sterk ingezet op brownfield<sup>7</sup> ontwikkelingen. Dit zijn ook mogelijke determinanten bij (her)ontwikkeling van zorgvastgoed in Nederland.

#### *Nederland versus het Verenigd Koninkrijk*

In het Verenigd Koninkrijk is er, net als in Australië, naast een controlerende rol ook een uitvoerende rol voor de overheid. Omdat dit niet overeenkomt met de tendens gaande in Nederland maakt dit een vergelijking van zorgmarkten lastig. Er zijn echter enkele aspecten die wel overeenkomen. Vanuit het beleid is dit allereerst een actieve rol die private partijen spelen op de zorgvastgoedmarkt en de transitie van publieke naar private Care-homes. Voor Nederland geldt er al een volledig privaat aanbod van Care vastgoed echter blijft de samenwerking met private vastgoedpartijen achter. In het Verenigd Koninkrijk vindt private ontwikkeling plaats vanuit REITs. Primary Health Care REIT ziet hierbij als voornaamste determinanten de aanhoudende overheidssteun, stijging in het percentage ouderen en een stijgende behoefte voor kwalitatief zorgvastgoed.

---

<sup>7</sup> Brownfield ontwikkeling is de herontwikkeling van bestaand vastgoed (<http://www.epa.gov/brownfields/overview/glossary.htm>)

Initiatief vanuit Nederlandse beleggers of FBI's<sup>8</sup> in combinatie met verhoogde potentie voor (her)ontwikkeling van zorgvastgoed in Nederland, kunnen Care-homes als beleggingsmogelijkheid worden opgenomen in de Nederlandse vastgoedportefeuille. Voor een economische vergelijking zijn de beperkingen in data van zorgvastgoed voor het Verenigd Koninkrijk een tekortkoming om een gedegen uitspraak te doen. Daarnaast zijn de optimale portfolio's en rendement/risico verhoudingen niet vergelijkbaar. Dat er voor een indicatie in prestatie naar het Verenigd Koninkrijk moet worden gekeken is daardoor uitgesloten.

### 6.3 Positionering Nederlands zorgvastgoed

Vanuit de bovenstaande vergelijking wordt er geprobeerd om een indicatie te geven wat de Nederlandse belegger kan verwachten wanneer deze zorgvastgoed opneemt in zijn portefeuille. Wat op voorhand al kan worden uitgesloten is dat het een op een overnemen van een rendement realistisch is, er zijn namelijk te grote verschillen in beleid. De aannames die Van der Gijp (2014) doet op basis van prestatiecijfers uit het Verenigd Koninkrijk en Australië schieten dus tekort als prestatie indicatie van Nederlands zorgvastgoed. Deze thesis poogt een verbeterde indicatie te geven voor de implementatie van care zorgvastgoed in de portefeuille van de Nederlandse belegger. Op basis van bovenstaand vergelijkend onderzoek naar het beleid en economische prestatie kan er een meer realistische indicatie worden gegeven dan er tot nu toe is gegeven. Dit kan nog worden ondersteund door een aspect in eerste instantie niet opgenomen in de vergelijking doordat deze niet duidelijk in het vooronderzoek naar voren is gekomen. Dit betreft de Belgische REIT Confinimmo. Deze REIT heeft op grote schaal acquisitie gedaan in Nederlands zorgvastgoed (90 miljoen euro) en heeft voor de vergelijking mogelijk waardevolle informatie. Doordat de landen niet overeenkomen wat betreft prestaties dient er een combinatie te worden gemaakt van de belangrijkste overeenkomsten, tabel 6.5 geeft dit overzicht. Er worden referentieaspecten geformuleerd op basis van de belangrijkste bevindingen uit de internationale vergelijking en daarbij worden indicaties voor de Nederlandse belegger gegeven. Belangrijke indicaties voor de Nederlandse zorgvastgoedmarkt uit het halfjaarverslag van Confinimmo zijn ook opgenomen in deze tabel en vormen een toevoeging op het voorgaande onderzoek.

Tabel 6.5 Positie van Nederlands zorgvastgoed vanuit het perspectief van de belegger.

Referentieaspecten	Indicaties Nederlandse belegger
Vanuit de markt in de VS blijkt dat zorgvastgoed een prominente rol inneemt met een lage volatiliteit t.o.v. andere asset classes	De belegger moet zorgvastgoed niet zien als een toevoeging maar een asset class die mogelijk de 'core' van de portefeuille kan gaan vormen.

<sup>8</sup> FBI's is de afkorting voor financiële beleggingsinstellingen en vormt de Nederlandse variant van een REIT  
 ([http://www.belastingdienst.nl/wps/wcm/connect/bldcontentnl/belastingdienst/zakelijk/winst/vennootscha-psbelasting/beleggingsinstellingen/fiscale\\_beleggingsinstelling](http://www.belastingdienst.nl/wps/wcm/connect/bldcontentnl/belastingdienst/zakelijk/winst/vennootscha-psbelasting/beleggingsinstellingen/fiscale_beleggingsinstelling))

Vervolg tabel 6.5

Vanuit de Australische markt komt naar voren dat de belangrijkste informatie moet komen van REITs. Dit is zowel de economische prestatie als de determinanten van het rendement.	Voor Nederland is het dus belangrijk te kijken naar REITs. Met name de rendementen zie zij halen/in de toekomst verwachten te halen in Nederlands zorgvastgoed.
Vanuit het Verenigd Koninkrijk volgt dat initiatieven vanuit REITs belangrijk zijn voor de ontwikkeling van privaat zorgvastgoed.	Afname in ontwikkeling van kantoren en winkelvastgoed en de toenemende vraag naar financiering vanuit ontwikkelaars aan beleggers zorgt voor hetzelfde scenario dat nu al plaatsvindt in het Verenigd Koninkrijk.
De determinanten achter de vraag naar zorgvastgoed zijn vergelijkbaar tussen de landen in de vergelijking. Deze vormen ook de belangrijkste onderscheidende kenmerken van zorgvastgoed namelijk: lange huurtermijnen, lage volatiliteit en een groeiende markt door een stijging in verwachtingen van de gebruiker.	Dezelfde determinanten en onderscheidende aspecten zijn van toepassing op Nederland. Daarnaast kan de belegger gebruik maken van de opkomende markt voor zorgvastgoed. (Cherry-picking, Early adapter premium)
De controle van de overheid ten aanzien van care vastgoed in Australië en het VK is vergelijkbaar waarbij de overheid sterk controleert, in de VS is dit niet het geval. In alle drie de landen worden subsidies gegeven voor ouderen om te wonen in een care home.	Ook in Nederland kan aanspraak worden gemaakt op een toeslag voor het wonen in een care home, dit is afhankelijk van het inkomen. Hiervoor moet de bewoner wel vallen in ZZP 4. In eerste instantie is er een lage eigen bijdrage van de bewoner. Bij lang verblijf, langer dan een half jaar, geldt een eigen bijdrage van maximaal 2100 euro (geldrecht.nl).
Indicaties van Confinimmo NV (Confinimmo: 2015 Half-Year Financial Report, 2015): <ul style="list-style-type: none"> <li>• 43,3% van de portefeuille in zorgvastgoed.</li> <li>• Bezettingsgraad zorgvastgoed 99,2%</li> <li>• Gemiddelde restant contractduur zorgvastgoed: NL: 13,4 jaar DE: 29 jaar BE: 20,5 jaar</li> <li>• Rendement zorgvastgoed 100% verhuurd. NL+DE: 6,9% BE+FR: 6,2%</li> </ul>	Voor Nederland geven deze indicaties de belegger een goede weergave van de mogelijke potentie van zorgvastgoed. Vooral opvallend zijn de hoge bezettingsgraad en lange huurcontracten. Het rendement geeft mogelijk een vertekend beeld doordat ook Duits zorgvastgoed hierin is opgenomen. Beide zijn echter wel relatief vergelijkbaar opgenomen in de portefeuille (DE 2%, NL 2,9%).

Bron: eigen bewerking

*Conclusie*

De vergelijking tussen de zorgmarkten is de kern van deze thesis en geeft antwoord op deelvraag vijf. Door een combinatie te maken van beleids- en economische aspecten wordt er in de vergelijking een goed beeld geschetst van de overeenkomsten tussen de geselecteerde landen en Nederland.

Dit geeft een goed beeld van de potentie van zorgvastgoed in Nederland en welke ontwikkelingen er in de toekomst plaatsvinden. Ook worden de potenties van zorgvastgoed voor de belegger in beeld gebracht. De auteur ziet zorgvastgoed als een kans voor de belegger om de 'core' van zijn portefeuille te versterken voor de lange termijn. Een gunstige marktontwikkeling ten aanzien van politieke en demografische ontwikkelingen draagt hieraan bij. Hierbij is voornamelijk gekeken naar de positie van zorgvastgoed in de portefeuille van de Amerikaanse beleggers en de determinanten van zorgvastgoed genoemd door REITs. Op de korte/middellange termijn kan de belegger gebruik maken van de opkomst van zorgvastgoed als beleggingscategorie met kansen tot Cherry Picking en een Early Adapter Premium.

Meer informatie rondom zorgvastgoed moet op de lange termijn de belegger ook toegang verschaffen tot het meer kennisintensieve cure gedeelte van zorgvastgoed. Ten aanzien van de betaalbaarheid kan de belegger rekenen op een toeslag vanuit de overheid die wordt aangevuld met een pensioen. Deze toeslag is de laatste jaren echter afgebouwd en ten opzichte van de landen in de vergelijking moeten Nederlandse zorginstellingen dit met kostenbesparende methoden opvangen. De garanties van voldoende inkomsten om de huren te veroorloven treden dus terug in vergelijking met de andere landen. Uit de gegevens vrijgegeven door Confinimmo blijken een aantal aspecten vooral belangrijk voor de prestatie van Nederlands zorgvastgoed. Het rendement van 6,9% is lager dan de rendementen behaald in de Verenigde Staten en Australië maar is hoger dan de rendementen in het Verenigd Koninkrijk. Omdat een directe vertaling van de rendementen uit de vergelijking niet mogelijk is naar de Nederlandse zorgvastgoedmarkt is deze indicatie van Confinimmo de beste die kan worden gegeven ten aanzien van het te verwachte rendement.

## **7. Conclusie, Aanbevelingen en Reflectie**

Dit hoofdstuk vormt de afsluiting van deze scriptie. Dit hoofdstuk zal de belangrijkste conclusies bespreken bij het beantwoorden van de hoofdvraag. Tevens zullen er enkele aanbevelingen voor vervolgonderzoek en een reflectie op het onderzoeksproces worden gegeven.

### **7.1 Conclusie**

Het bovenstaande onderzoek heeft gepoogd door middel van een internationale vergelijking meer inzicht te verkrijgen in zorgvastgoed. De centrale vraag luidt dan ook:

*Welke inzichten bieden de prestaties en beleggingsmogelijkheden in zorgvastgoed in landen die voorop lopen op Nederland over het te verwachten rendement, het risico en de verhouding van de performance tot die van andere vastgoedcategorieën aan beleggers en andere belanghebbenden?*

Uit de vergelijking volgen een aantal relevante zaken op zowel economisch gebied als ten aanzien van het gevoerde beleid. Zorgvastgoed zal economisch gezien een centrale rol in de portefeuille van de belegger gaan spelen gezien het gunstige rendement/risico profiel. Dit komt overeen met aannames gedaan door o.a. van der Gijp (2014) op basis van cijfers uit het Verenigd Koninkrijk en Australië. De auteur acht deze aannames echter te makkelijk genomen gezien de verschillen in beleid tussen de landen en gezien de beperkte data beschikbaar voor deze landen. Waar niet over wordt gesproken is de markt voor zorgvastgoed in de Verenigde Staten, deze blijkt echter wel belangrijk te zijn in de beeldvorming. In de Verenigde Staten bestaan wel lange datareeksen en deze bevestigen de sterke rol van zorgvastgoed ten aanzien van de overige vastgoedcategorieën. Een rendement kan niet direct worden overgenomen van de landen in de vergelijking naar Nederland, resultaten behaald door Confinimmo in Nederland geven daarom de beste indicatie wat betreft het rendement. De auteur is van mening dat de belegger zorgvastgoed niet alleen als een toevoeging moet zien aan de portefeuille maar als een onderdeel van zijn 'core' business.

### **7.2 Aanbevelingen**

Om de belegger een helder inzicht te geven in de te verwachten rendementen voor zorgvastgoed ontbreekt een zeer belangrijk aspect, namelijk voldoende data. Uit ervaringen opgedaan in de markt zal moeten blijken of aannames gedaan in dit en andere onderzoeken ook overeenkomen met de werkelijkheid. Hoewel er interessante aspecten zijn te vinden in een vergelijking met andere landen is het belangrijk dat er bij een vervolgonderzoek meer marktinformatie aanwezig is over de prestaties van Nederlands zorgvastgoed. De auteur betwijfelt dat dit op korte termijn beschikbaar zal zijn gezien de kansen die de markt biedt voor ontwikkelaars en beleggers. Het vrijgeven van gedetailleerde marktinformatie kan mogelijk de concurrentie helpen bij het waarderen van investeringen in zorgvastgoed. Voor verder onderzoek kunnen er concreet een aantal aanbevelingen worden geformuleerd.

1. Het is van belang een dataset te vormen die zowel de Nederlandse markt voor zorgvastgoed in kaart brengt maar ook langere datareeksen bevat voor de landen in de vergelijking. Dit geeft de belegger meer zekerheid over het rendement en maakt de vergelijking tussen landen duidelijker.

2 Een beter onderscheid tussen de prestaties van cure en care vastgoed met vooral het in kaart brengen van de hoeveelheid care vastgoed en de behaalde rendementen, is op korte termijn van belang voor de belegger.

3 Een beter inzicht in REITs (uit de VS) levert waardevolle informatie op voor de (institutionele) belegger. De betreffende REITs in zorgvastgoed hebben veel ervaring met zorgvastgoed en beschikken over goed gediversifieerde portefeuilles waarbij hoge rendementen worden behaald. Verder onderzoek naar de diverse REITs is dus aanbevolen. Ook mogelijk andere landen dan opgenomen in dit onderzoek maken gebruik van REITs en geven mogelijk meer/nieuwe inzichten.

### **7.3 Reflectie**

Tijdens dit onderzoek zijn er een aantal zaken opgevallen. Allereerst zijn dit de vraagtekens gesteld bij het onderzoek van Van der Gijp (2014) ten aanzien van de aannames gedaan voor zorgvastgoed in Nederland. Het letterlijk overnemen van rendementen als benchmark acht de auteur te kort door de bocht zoals wordt geconcludeerd uit de internationale vergelijking. De vergelijking op basis van beleidsverschillen en economische prestatie heeft tot veel nieuwe inzichten geleid. Hierbij zijn de verschillen in beleid erg belangrijk gebleken met betrekking tot het interpreteren van de economische prestatie en de vertaalslag naar de Nederlandse markt.

Het gebruik van de Moderne Portefeuille Theorie geeft weliswaar een sterk gestileerd beeld van de vastgoedmarkt maar benadrukt wel de sterke kanten. Terugkijkend op het onderzoek hebben data tekortkomingen wat betreft Australië en het Verenigd Koninkrijk echter de optimale implementatie van de Moderne Portefeuille Theorie belemmerd. Ondanks dat deze landen qua zorgvastgoed voorlopen op Nederland is er ook daar sprake van beperkte informatiebeschikbaarheid. Het tegenovergestelde is waar voor de Verenigde Staten waar een sterk particuliere zorgmarkt veel data beschikbaar heeft over zorgvastgoed. Vooral voor de Verenigde Staten is de MPT dus optimaal te gebruiken om de rol van zorgvastgoed te bepalen. Vooral voor de Verenigde Staten heeft de M.P.T. ondanks de beperkingen wederom bewezen wetenschappelijk relevant te zijn. Ook voor de overige landen heeft de M.P.T. voor de benodigde inzichten gezorgd en de auteur de mogelijkheden gegeven conclusies over de vorm en prestatie van de vastgoedportefeuille te trekken.

Ter ondersteuning van de MPT zijn de verschillende beleidsaspecten waardevol gebleken en heeft dit de tekortkomingen van databeschikbaarheid gecompenseerd. Daarnaast zijn ook REITs actief in zorgvastgoed en de bepalingen rondom hun investeringsbeleid belangrijk in de vertaalslag naar Nederland.

Deze aspecten hebben een belangrijke toevoeging gevormd aan de literatuur rondom beleggen in zorgvastgoed en inzicht voor institutionele beleggers in zorgvastgoed.

## Literatuur

Australian Institute of Health and Welfare (2014). Australia's health 2014. *Australia's health series*, 14.

Australian Unity (2014). *Introducing the Healthcare Property Trust*. Geraadpleegd op 27-04-2015 via [australianunityinvestments.com.au](http://australianunityinvestments.com.au)

Baarda, B. (2014). *Dit is onderzoek! Handleiding voor kwantitatief en kwalitatief onderzoek*. 2<sup>e</sup> druk. Houten: Noordhof Uitgevers BV.

Barlow, J., & Koberle-Gaiser, M. (2008). The private finance initiative, project form and design innovation—The UK's hospitals programme. *RESEARCH POLICY*, 37, : 1392-1402.

Beyhaghi M. & Hawley P. J. (2013) Modern portfolio theory and risk management: assumptions and unintended consequences. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 3 (1), 17-37.

Byrne, P.J. (2001). Risk reduction and real estate portfolio size. *Managerial and Decision Economics*, 22 (7), 369-379.

College Bouw Zorginstellingen (2007). *AWBZ-voorzieningen: Prestatie-eisen voor nieuwbouw*. Rapportnummer 0.122. Utrecht: CBZ.

Confinimmo NV (2015). *Confinimmo: 2015 Half-Year Financial Report, 2015*. Brussel: Confinimmo NV

Conover, M., S. Friday, and S. Sirmans (2002). Diversification Benefits from Foreign Real Estate Investments. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 8 (1), 17-25.

DTZ Zadelhof (2015). *Vervagende grenzen, duidelijke contouren Tendensen van de vastgoedmarkt januari 2015*. Amsterdam: DTZ Zadelhoff.

Eichholtz, P. & Hoesli, M. & MacGregor, B. D. & Nanthakumaran, N. (1995). Real estate portfolio diversification by property type and region. *Journal of Property Finance*, 6 (3), 39-59.

Elp, van M. & Konings, P. (2014). *Beleggen in zorgvastgoed Perspectief voor beleggers*. Amsterdam: Economisch Instituut voor de Bouw.

Frank Knight (2014). *Healthcare Investment 2014*. Londen: Frank Knight LLP.

Frogley, T. (2014). *Australian Healthcare Real Estate*. Sydney: Emerge Capital.

Geltner, D. & Miller, N. (2013). *Commercial Real Estate Analyses and Investment*. 2<sup>e</sup> Editie. Boston: Cengage Learning.



Generation Health Care (2012). *Annual Report 2012*. Melbourne: Generation Health Care.

Gijp van der, B. (2014). *Whitepaper investeren in zorgvastgoed*. Amsterdam: Syntus Achmea.

Nartea, G. & Eves, C. (2010). Role of farm real estate in a globally diversified asset portfolio. *Journal of Property Investment & Finance*, 28 (3), 198 – 220.

Grant Thornton. (2014). *Residential elderly care UK sector review*. United Kingdom: Grant Thornton.

Health Care Reit (2014). *Forging Connections Creating Value 2014 Annual Report*. Toledo: Health Care Reit.

Jong, J. de. (2008). Investeringsbeslissingen op eigen risico. *ZM Magazine*, juni 2008, 24–28.

Lo, W. A. & McKinlay A. C. (1988). Stock Market Prices Do Not Follow Random Walk: Evidence From A Simple Specification Test. *Review Financial Studies*, 1 (1): 41-66.

Marquard, A. & Brouwer, H. (2015). *Syllabus Moderne Portefeuille Theorie*. Groningen: Rijksuniversiteit Groningen.

Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7 (1), 77-91.

Ministerie van Volksgezondheid, Welzijn en Sport (2003). *Beleidsvisie Wet toelating zorginstellingen (WTZi)*. Den Haag: Ministerie van VWS.

Miles, M. & McCue, T. (1984). Diversification benefits in the real estate portfolio. *The Journal of Financial Research*, 7 (1), 57-68.

Newell, G., & Peng, H. W. (2006). The significance of emerging property sectors in property portfolios. *Pacific Rim property research journal*, 12 (2), 177-197.

NHS (2012). *Provider regulation to support innovative and efficient services – The Health and Social Care Act 2012*. London: Department of Healthcare.

NVM (2014). *Vastgoedmarkt in beeld*. Nieuwegein: NVM.

Rietmeijer, B. (2014). *Zorgvastgoed: Chance or Challenge?* Amsterdam: CBRE.  
Primary Health Properties (2014). *2014 Annual Results Presentation*. Londen: Primary Health Properties.

Shaoul, J., Stafford, A., & Stapleton, P. (2008). The cost of using private finance to build, finance and operate hospitals. *Public Money & Management*, 28(2), 101–108.

Sharpe, William F. (1994). "The Sharpe Ratio". *The Journal of Portfolio Management*, 21 (1), 49–58.

Syntrus Achmea (2015). *Outlook 2014-1015 Beleggen in Vastgoed en Hypotheken*. Amsterdam: Syntrus Achmea.

Tandan, A. (2000). Measuring Overall Health System Performance For 191 Countries. *GPE Discussion Paper Series*, 30.

Thangaraj, R. K. & Chan, T. K. (2012). 'The effects of the global financial crisis on the Australian building construction supply chain'. *Australasian Journal of Construction Economics and Building*, 12 (3) 16-30.

Tiwari, P. & White, M. (2010). *International Real Estate Economics*. United Kingdom: Palgrave Macmillan.

Veen, M. & Westerkamp, K. (2010). *Deskresearch*. 2e Editie. Pearson Benelux BV.

Vries, de W. (2009). *Vastgoed in de gezondheidszorg: stabiliteit en diversificatie*. Amsterdam: ING Real Estate.

Zwart, J. et.al. (2010) Private Investment in Hospitals: A Comparison of Three Healthcare Systems and Possible Implications for Real Estate Strategies. *Health Environments Research & Design Journal*, 3 (3), 70-86.

### **Internet bronnen**

Allan, F. (2013). *The Reason American Health Care Is Out Of Control*. Geraadpleegd op 20-04-2015 via <http://www.forbes.com/sites/frederickallen/2013/03/05/the-reason-american-health-care-is-out-of-control/>

Australian Bureau of Statistics (2013). *Health Care Delivery and Financing*. Geraadpleegd op 28-01-2015 via <http://www.abs.gov.au/ausstats/abs@.nsf/Lookup/by%20Subject/1301.0~2012~Main%20Features~Health%20care%20delivery%20and%20financing~235>

Australian Government, Department of Social Services (2015). *Aged care homes: costs explained*. Geraadpleegd op 2-08-2015 via <http://www.myagedcare.gov.au/financial-and-legal/aged-care-homes-costs-explained>

Batchelor, D. (2014). *Healthcare Real Estate A new era for investors*. Geraadpleegd op 27-04-2015 via [http://www.cbre.co.uk/uk/en/services/specialist\\_markets/healthcare](http://www.cbre.co.uk/uk/en/services/specialist_markets/healthcare)

Boyd, J. (2014). *Dutch legislation boosts local Reit competitiveness*. Geraadpleegd op 10-06-2015 via <http://www.investmenteurope.net/regions/benelux/dutch-legislation-boosts-local-reit-competitiveness/>

Center for disease control and prevention (2013). *Long-Term Care Services in the United States: 2013 Overview*. Geraadpleegd op 2-08-2015 via [http://www.cdc.gov/nchs/data/nsltcp/long\\_term\\_care\\_services\\_2013.pdf](http://www.cdc.gov/nchs/data/nsltcp/long_term_care_services_2013.pdf)

Cigna Global Health Options (2015). *Gezondheidszorg in het Verenigd Koninkrijk*. Geraadpleegd op 28-01-2015 via: <https://nl.cignaglobal.com/resources/country-guides/uk>

CNN (2015). *Retirement Guide IRA Basics*. Geraadpleegd op 22-02-2015 via [http://money.cnn.com/retirement/guide/IRA\\_Basics.moneymag/index2.htm?iid=EL](http://money.cnn.com/retirement/guide/IRA_Basics.moneymag/index2.htm?iid=EL)

Daling, T. (2015). *Duizenden huisartsen hekelen marktwerking in de zorg*. Geraadpleegd op 20-04-2015 via <https://fd.nl/ondernemen/1096569/duizenden-huisartsen-hekelen-marktwerking-in-de-zorg>

Gold, S. (2011). *NHS continues to pay for PFI*. Geraadpleegd op 28-01-2015 via <http://www.theguardian.com/healthcare-network/2011/mar/02/pfi-nhs-private-finance-initiative-liverpool>

IPD (2014). *The Property Council/IPD Australia All Property Index December 2014*. Geraadpleegd op 28-04-2015 via <https://www.msci.com/documents/1296102/1378010/Australia+All+Prop+Q4-14+web/e1dffd08-ca4c-4313-877b-76d285f5f9be>

IPD (2015). *IPD UK Annual Property Index*. Geraadpleegd op 28-04-2015 via <https://www.msci.com/www/ipd-factsheets/ipd-uk-annual-property-index/0163275642>

IPD (2015). *IPD UK Annual Healthcare Property Index*. Geraadpleegd op 28-04-2015 via <https://www.msci.com/www/ipd-factsheets/ipd-uk-annual-healthcare/0163319587>

IPD (2015). *IPD Netherlands Annual Property Index*. Geraadpleegd op 28-04-2015 via <https://www.msci.com/www/ipd-factsheets/ipd-netherlands-annual-property/0164955144>

IRS (2015). *Individual Retirement Arrangements*. Geraadpleegd op 22-02-2015 via [http://www.irs.gov/Retirement-Plans/Individual-Retirement-Arrangements-\(IRAs\)-1](http://www.irs.gov/Retirement-Plans/Individual-Retirement-Arrangements-(IRAs)-1)

JLL (2014). *Global Real Estate Transparency Index 2014*. Geraadpleegd op 8-06-2014 via <http://www.needsfacility.nl/facilitair-nieuws/nederlandse-vastgoedmarkt-op-vierde-plek-in-global-real-estate-transparency-index>

Kotecha, S. (2010). *BBC: How does the US Health Care System Work?* Geraadpleegd op 31-01-2015 via: <http://www.bbc.co.uk/newsbeat/10067521>

Longtermcare.gov (2015). *Cost of Care*. Geraadpleegd op 2-08-2015 via <http://www.pensionrights.org/publications/statistic/income-today's-older-adults>

NHS (2015). *Private vs. NHS Funding and Treatment options*. Geraadpleegd op 22-02-2015 via <https://www.freedomhealthinsurance.co.uk/nhs-vs-private>

NZA (2015). *Zorgonderwerpen: Kapitaallasten*. Geraadpleegd op 28-01-2015 via <http://www.nza.nl/zorgonderwerpen/dossiers/kapitaallasten/>

Obamacare (2015). *What is Obama Care?* Geraadpleegd op 22-02-2015 via <http://obamacarefacts.com/whatis-obamacare/>

[Pensionrights.org \(2015\). \*Income of Today's Older Adults\*. Geraadpleegd op 2-08-2015 via http://www.pensionrights.org/publications/statistic/income-today's-older-adults](http://www.pensionrights.org/publications/statistic/income-today's-older-adults)

[Senior Information Service \(2015\). \*Residential Aged Care\*. Geraadpleegd op 2-08-2015 via http://www.seniors.asn.au/centric/residential\\_aged\\_care.jsp](http://www.seniors.asn.au/centric/residential_aged_care.jsp)

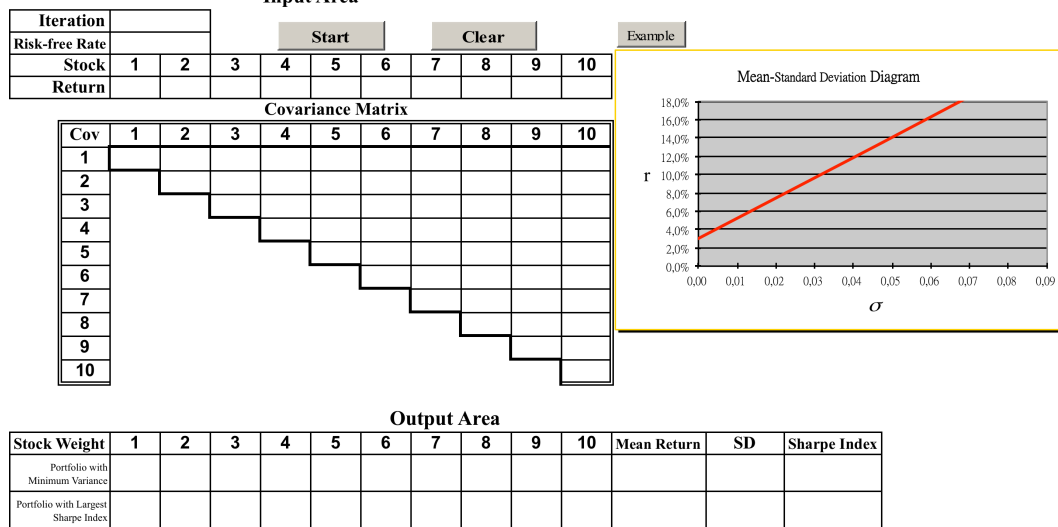
Rowland, R. (2010). *Is Modern Portfolio Theory Out-of-Date?* Geraadpleegd op 9-6-2015 via: <http://www.forbes.com/sites/investor/2010/05/19/is-modern-portfolio-theory-out-of-date/>

Tasker, J. & Crockett, K (2013). *Why is the UK health sector attractive to US REITs?* Geraadpleegd op 28-04-2014 via <http://www.careconversation.com/events/archive/details?e=9901>

Vincent, S. (2011). *Is Portfolio Theory Hurting Your Portfolio?* Geraadpleegd op 9-6-2015 via [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1840734](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1840734)

## Bijlage 1. Rekenmodel

### Portfolio Optimization



## Bijlage 2. Varianties/Covarianties MPT berekening

Covariation Matrix Dutch Real Estate				
	Retail	Office	Industrial	Residential
Retail	0,0017	0,00186178	0,00147883	0,00185448
Office		0,0032	0,00230368	0,00296178
Industrial			0,0022	0,00236973
Residential				0,0035

Covariation Matrix US Real Estate				
	Retail	Industrial/Off	Residential	Healthcare
Retail	0,048162	0,037395	0,032022	0,032058
Industrial/Office		0,047710	0,034451	0,028356
Residential			0,041530	0,025509
Healthcare				0,044462

Covariation Matrix UK Real Estate				
	Retail	Industrial	Office	Residential
Retail	0,009448	0,008135	0,007735	0,004372
Industrial		0,008948	0,008466	0,004496
Office			0,009968	0,004537
Residential				0,005551

Covariation Matrix Australian Real Estate				
	Retail	Industrial	Office	
Retail	0,002083	0,002033	0,001901	
Industrial		0,003369	0,002716	
Office			0,003675	