

Ervaringen met ouderenhuisvesting in de VS

De Amerikaanse ervaringen met de financiering van ouderwoningen laten zien dat de zorgcomponent bepalend is voor de vraag of zorginstellingen zelf vastgoed moeten bezitten, of dat juist moeten huren. Hoe intensiever de zorg, hoe beter zorginstellingen hun gebouwen zelf kunnen bezitten.

Een van de effecten van de vergrijzing in Nederland is een toenemende vraag naar zorgvastgoed, en met name seniorenhuisvesting. Tegelijkertijd trekt de overheid zich terug uit het zorgstelsel, met als gevolg dat zorginstellingen zelf verantwoordelijk worden voor de uitvoering en financiering van hun huisvestingsbeleid. Net als andere vastgoedgebruikers in de markt, komen zorgverleners voor de vraag te staan of ze dat vastgoed zelf moeten financieren en beheren, of dat ze dat moeten overlaten aan gespecialiseerde marktpartijen, waarvan zij vervolgens het vastgoed huren. De vraag of zorgvastgoed beter af is in handen van een zorginstelling of van een vastgoedonderneming is tot op heden onbeantwoord en de Nederlandse zorgsector biedt nauwelijks mogelijkheden om dit vraagstuk empirisch te onderzoeken. De Amerikaanse private zorgvastgoedsector is veel verder ontwikkeld en biedt een natuurlijk experiment om zorgvastgoed te bestuderen. In de Verenigde Staten bestaan niet alleen beursgenoteerde verleners van ouderenzorg, maar ook beursgenoteerde vastgoedfondsen die gespecialiseerd zijn in het ontwikkelen en verhuren van ouderenhuisvesting. Door de vastgoedprestaties van deze twee typen ondernemingen te vergelijken, zijn er lessen te trekken voor Nederland.

Achtergrond

Er bestaan twee mogelijkheden om zorgvastgoed te financieren via de markt. Ten eerste middels het verschaffen van kapitaal aan zorginstellingen, die het vastgoed op hun balans houden en zelf het beheer in handen hebben, naast het daadwerkelijke uitvoeren van de zorg. Het voordeel van deze constructie is dat zeggenschap over huisvesting voor de zorginstelling behouden blijft. De tweede mogelijkheid is financiering van zorgvastgoed via een al dan niet gespecialiseerde vastgoedonderneming die het vastgoed vervolgens aan een zorginstelling verhuurt. Voordeel van deze constructie is dat zorginstellingen kapitaal vrijmaken voor investeringen in verlening van zorg en zich daarmee kunnen concentreren op hun kernactiviteit.

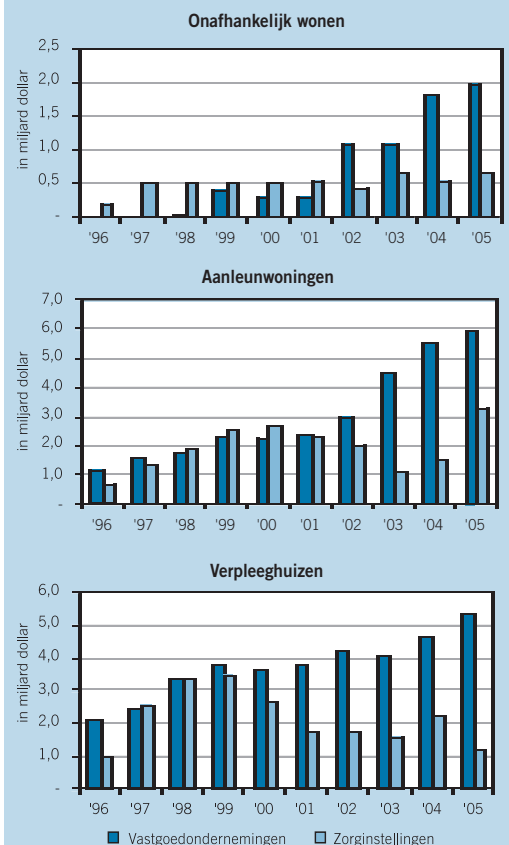
**PIET EICHHOLTZ
EN NILS KOK**

Hoogleraar aan de Universiteit Maastricht, en promovendus aan de Universiteit Maastricht

De literatuur betreffende zorgvastgoed houdt zich voornamelijk bezig met het analyseren en voorspellen van vraag en aanbod (zie bijvoorbeeld Anikkeef, 1999; Laposa en Singer, 1999; Mueller en Laposa, 1997). In dit artikel gaan wij nader op de prestaties van zorgvastgoed in eigendom van zorginstellingen versus zorgvastgoed in de portefeuille van vastgoedondernemingen. Hierbij wordt gebruikgemaakt van de classificatie voor zorgvastgoed die in de Verenigde Staten gangbaar is. Het gaat daarbij om drie categorieën: onafhankelijk wonen (*independent living*), aanleunwoningen (*assisted living*) en verpleeg- of verzorghuizen (*skilled nursing*). Deze indeling is gebaseerd op het aandeel van de zorgcomponent in de totale omzet. Naarmate de totale omzet toeneemt, vermindert juist het aandeel van huisvesting. Mueller en Laposa (1997) berekenen voor de Verenigde Staten dat de huisvestingscomponent 55 procent van de omzet bedraagt bij zorginstellingen in

figuur 1

Zorgvastgoed op de beurs, geïnvesteerd kapitaal 1996–2005¹



¹ Figuur geeft het geïnvesteerd kapitaal in ouderenhuisvesting weer over de periode 1996 – 2005, geassocieerd per segment.

tabel 1

Rendement op zorgvastgoed: zorginstellingen versus vastgoedondernemingen

	Vastgoedondernemingen			Zorginstellingen			Verskil	
	Gemid. (in %)	SD (in %)	n	Gemid. (in %)	SD (in %)	n	t-stat	
Panel A: Volledige steekproef								
Rendement hele periode	10,59	2,82	97	14,78	10,72	136	-3.76	***
1996-2000	10,91	3,12	46	13,41	10,12	88	-2.13	**
2001-2005	10,30	2,51	51	17,30	11,41	48	-4.27	***
Panel B: Onafhankelijk wonen								
Rendement hele periode	11,96	5,36	34	9,28	3,82	30	2.26	**
1996-2000	14,36	6,60	13	10,53	4,22	19	2.00	*
2001-2005	10,47	3,90	21	7,13	1,54	11	2.71	**
Panel C: Aanleunwoningen								
Rendement hele periode	8,14	1,93	89	11,55	8,36	115	-3.76	***
1996-2000	7,89	2,22	43	9,92	7,82	69	-1.66	*
2001-2005	8,38	1,60	46	14,00	8,62	46	-4.34	***
Panel D: Verpleeghuizen								
Rendement hele periode	11,92	3,86	93	21,91	10,44	69	-8.48	***
1996-2000	12,49	4,68	46	20,12	8,81	43	-5.14	***
2001-2005	11,36	2,78	47	24,86	12,31	26	-7.23	***

¹ Tabel 1 toont het rendement op geïnvesteerd kapitaal in zorgvastgoed voor vastgoedondernemingen en zorginstellingen, respectievelijk. De resultaten zijn opgesplitst per segment en tijdperiode. De statistische significantie van het verschil wordt weergegeven door de t-statistiek in de laatste kolom.

* (**) (***) geeft significantie op 1% (5%) (10%) niveau aan.

het segment onafhankelijk wonen, terwijl dit percentage maar 25 procent bedraagt voor verpleeghuizen. Dat vastgoedondernemingen in de Verenigde Staten in toenemende mate een rol spelen bij het verschaffen van zorgvastgoed wordt duidelijk bij het bestuderen van figuur 1. Hierin wordt voor de drie onderscheiden zorgcategorieën het jaarlijks in vastgoed geïnvesteerde kapitaal tussen 1996 en 2005 geschetst, waarbij de investeringen van zorginstellingen worden vergeleken met die van gespecialiseerde vastgoedondernemingen.

De laatste jaren investeren vastgoedondernemingen absoluut gemeten meer in zorgvastgoed dan zorginstellingen zelf. Deze trend loopt parallel aan een verandering in de strategie van de zorginstellingen: in de hausse van de jaren negentig investeerden de meeste zorginstellingen flink in vastgoed, wat leidde tot overaanbod van zorgvastgoed (Eichholtz et al., 2007). Dit leidde tot een sterke prijsdaling van zorgvastgoed en vervolgens tot talrijke faillissementen onder zorginstellingen. Vanaf dat moment begonnen zorginstellingen hun vastgoed steeds meer af te stoten naar vastgoedondernemingen. Echter, de figuur toont aan dat ouderenzorginstellingen als groep blijven investeren in zorgvastgoed.

De figuren laten verder zien dat het geïnvesteerd kapitaal in het segment onafhankelijk wonen (2005:

2,6 miljard dollar) achterblijft bij de segmenten aanleunwoningen (2005: 9,2 miljard dollar) en verpleeghuizen (2005: 6,4 miljard dollar). Ook is te zien dat vastgoedondernemingen vooral vanaf 2000 actief werden in de eerste twee segmenten.

Data en methode

Om een beter inzicht te krijgen hoe zorgvastgoed optimaal gefinancierd kan worden, via de zorginstelling of via een vastgoedonderneming, maken wij gebruik van een Amerikaanse dataset bestaande uit veertien beursgenoteerde vastgoedondernemingen die gespecialiseerd zijn in zorgvastgoed en 29 beursgenoteerde zorginstellingen, over de periode van 1996 tot 2005. De dataset omvat voor beide typen ondernemingen het gehele Amerikaanse beursgenoteerde universum.

Het rendement op zorgvastgoed voor elk van de drie categorieën zorgvastgoed wordt gemeten aan de hand van de huurinkomsten als percentage van het totaal geïnvesteerde kapitaal in het betreffende segment. Voor vastgoedondernemingen staan zowel huurinkomsten als geïnvesteerd kapitaal per segment gerapporteerd in de jaarverslagen. Voor de zorginstellingen moeten omzet en investeringen gesplitst worden in een deel vastgoed en een deel zorg. Hiervoor wordt gebruik gemaakt van de methode van Mueller en Laposa (1997).

Resultaten

De analyse resulteert in een overzicht van rendementen op zorgvastgoed in de portefeuille van zorginstellingen en vastgoedondernemingen, uitgesplitst per categorie. Tabel 1 toont de resultaten, in panel A voor de volledige steekproef en in panels B, C en D uitgesplitst per marktsegment. Tabel 1, panel A geeft aan dat zorginstellingen gemiddeld een significant hoger rendement behalen op hun vastgoedbezit in vergelijking met vastgoedondernemingen. Dit gaat echter wel gepaard met een hogere volatiliteit (risico). Dit resultaat sug-

**De laatste jaren
investeren
vastgoedonder-
nemingen absoluut
gemeten meer in
zorgvastgoed dan
zorginstellingen zelf**

gereert dat integratie van zorg en vastgoed de zorginstellingen in staat stelt meer waarde met hun vastgoed te creëren.

Daarnaast verbeterde het rendement op vastgoed voor zorginstellingen gedurende de onderzochte periode aanzienlijk, in tegenstelling tot het gelijkblijvende rendement op zorgvastgoed in de portefeuille van vastgoedondernemingen.

Dit wordt mogelijk veroorzaakt door de flexibiliteit van zorginstellingen om te profiteren van de (door positieve marktomstandigheden) oplopende vraag naar zorgvastgoed in de tweede helft van de onderzochte periode, terwijl vastgoedfondsen, vaak gebonden aan vaste huurcontracten, hier in mindere mate toe in staat waren.

Bij nadere inspectie blijken zorginstellingen echter niet in alle segmenten een hoger rendement op vastgoed te realiseren. Panel B laat zien dat vastgoedondernemingen gespecialiseerd in het segment onafhankelijk wonen significant hogere rendementen behalen ten opzichte van zorginstellingen. Dit is in lijn met verwachtingen: omzet in het segment onafhankelijk wonen is voornamelijk gebaseerd op vastgoedinkomsten en specifieke kennis van de markt voor zorg is daarom minder van belang. Dit vermindert het concurrentievoordeel van zorginstellingen ten opzichte van vastgoedondernemingen bij het investeren en beheeren van vastgoed. Bovendien werken de vaste huurcontracten in het geval van neergaande marktcondities (toenemend aanbod, lagere huren) in het voordeel van vastgoedondernemingen, die het risico op lage bezetting kunnen verplaatsen naar de zorginstelling die het vastgoed huurt.

In panel C van tabel 1 staan de resultaten betreffende het segment aanleunwoningen. Zorginstellingen halen consistent hogere rendementen op investeringen in zorgvastgoed in dit segment dan vastgoedondernemingen. In dit segment heeft het management van een zorginstelling meer mogelijkheden om waarde toe te voegen aan vastgoed, door middel van zorg en andere vormen van service. Hier zijn vastgoed en zorg complementair en daardoor meer verweven dan in het segment onafhankelijk wonen. Het rendement op vastgoed van zorginstellingen neemt sterk toe tijdens de onderzochte periode. Een mogelijke verklaring is de toenemende krapte op de markt voor aanleunwoningen, na de periode van excessief aanbod aan het begin van de jaren negentig (Eichholtz et al., 2007).

Panel D ondersteunt de hypothese dat intensievere zorg meer integratie met vastgoed vereist, zodat dit vastgoed beter rendeert binnen een zorginstelling. Opbrengsten uit vastgoedbezit zijn in het segment verpleeghuizen ruim twee keer zo hoog voor zorginstellingen als voor vastgoedondernemingen. Vastgoed is in het geval van verpleeghuizen onlosmakelijk verbonden met zorg, en managers van zorginstellingen hebben meer specifieke kennis van zorg dan managers van vastgoedondernemingen.

Conclusies en implicaties

Terwijl de maatschappelijke behoefte aan huisvesting voor ouderen door de vergrijzing flink toeneemt, trekt de Nederlandse overheid zich terug uit de zorg en uit de financiering van zorgvastgoed. Zorginstellingen zijn dan ook in toenemende mate op zoek naar alternatieve financieringsbronnen. Echter, zorgvastgoed hoeft niet per definitie op de balans van zorginstellingen te staan en kan ook gehuurd worden van gespecialiseerde vastgoedondernemingen. Noch met het eerste, noch met het tweede bestaat in Nederland ervaring.

In de Verenigde Staten is die ervaring er wel en daarom bestudeert dit artikel de Amerikaanse markt voor ouderenhuisvesting. De resultaten laten zien dat het rendement op zorgvastgoed in de portefeuille van vastgoedondernemingen en zorginstellingen sterk verschilt. Naarmate het element zorg een belangrijkere rol speelt in de bedrijfsvoering, zijn zorginstellingen beter in staat waarde toe te voegen aan zorgvastgoed dan vastgoedondernemingen. Ondanks de belangrijke rol van de vastgoedsector in de zorg en de trend tot afstoten van vastgoed in zorgondernemingen, is financieren van zorgvastgoed middels vastgoedondernemingen dus geen generieke oplossing.

LITERATUUR

- Anikeeff, M. (1999) Estimating the demand for senior housing and home health care. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 5(3), 247-258.
- Eichholtz, P., N. Kok en B. Wolnicki (2007) Who should own senior housing. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 13(3), 205-218.
- Laposa, S. en H. Singer (1999) Size, scope and performance of the seniors housing and care industry: A comparison with the multifamily and lodging sectors. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 5(3), 211-224.
- Mueller, G.R. en S.P. Laposa (1997). *The investment case for senior living and long-term care properties in an institutional real estate portfolio*. Annapolis: The National Investment Center for Seniors Housing.

