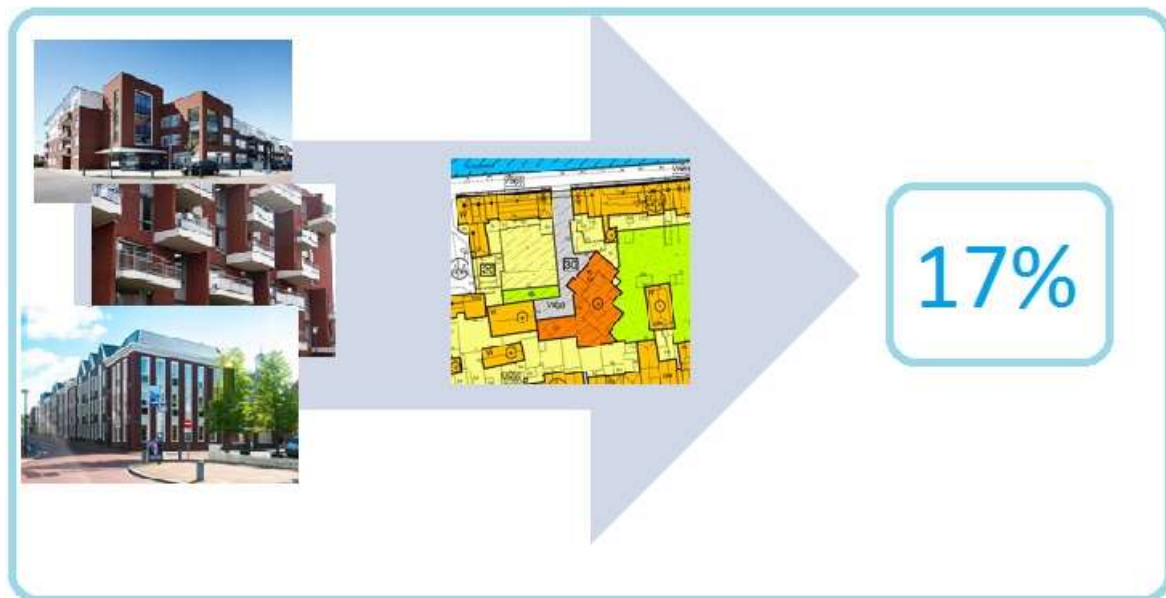


De invloed van de bestemming op de waarde van woonzorgvastgoed

Verkennd onderzoek naar het verband tussen waarde en flexibiliteit



René Lolkema

Utrecht, 12 september 2016

Masterthesis MRE 2014-2016, Amsterdam School of Real Estate

Begeleider: de heer W. van de Post, Amsterdam School of Real Estate

2^e lezer: de heer B. van der Gijp, Syntrus Achmea Real Estate & Finance

Woord vooraf

Met het schrijven van deze scriptie rond ik mijn MRE-studie af. Ik heb het ervaren als een bijzondere periode waarin ik veel heb geleerd en mooie contacten heb opgedaan. Met veel plezier denk ik terug aan de collegedagen en de studiereizen. Het laatste half jaar van deze studie heeft de nodige energie gekost maar juist door de onderwerpkeuze heb ik het scriptieonderwerp met veel enthousiasme opgepakt en nu afgerond. Ik ben blij dat ik heb kunnen aantonen wat nu daadwerkelijk het effect is op de waarde van woonzorgvastgoed in relatie tot de flexibiliteit van het bestemmingsplan.

Deze scriptie is tot stand gekomen met hulp van verschillende mensen die ik graag wil bedanken. Allereerst wil ik alle respondenten die mee hebben gewerkt aan het invullen van de digitale enquête bedanken en natuurlijk ook de deskundigen aan wie ik de resultaten van het onderzoek heb voorgelegd. Het zelf verzamelen van data heeft tijd gekost maar heeft uiteindelijk geleid tot voldoende respons van taxateurs en consultants.

Vervolgens wil ik Wilfrid Donkers bedanken voor zijn meedenken en inbreng. Het DCF-model is hierdoor dusdanig geschikt gemaakt dat het met zo min mogelijk moeite door de respondenten kon worden ingevuld. De centrale onderzoeksvraag heb ik hierdoor statistisch kunnen beantwoorden. Daarvoor wil ik ook Charlotte Ronteltap bedanken die me statistisch de juiste weg heeft gewezen. Ook wil ik Habion bedanken dat ik de kans kreeg deze studie te doen.

Het meedenken en het vertrouwen van mijn begeleider Wim van der Post heeft mij op allerlei mogelijke manieren geholpen om deze scriptie tijdig af te kunnen ronden. Dank je wel daarvoor!

Als laatste wil ik natuurlijk mijn thuisfront bedanken! Leonie, Nynke en Daan: dank voor alle motivatie en jullie geduld en tijd. Dankzij de steun van een geweldig thuisfront heb ik de MRE succesvol kunnen afronden.

René Lolkema

Utrecht, september 2016

Managementsamenvatting

Aanleiding

Investeren in zorgvastgoed staat de laatste jaren nadrukkelijk in de belangstelling. Zowel door de demografische ontwikkeling in Nederland als door gewijzigd overheidsbeleid, het zogenaamde scheiden van wonen en zorg, ontstaat een grote behoefte naar geschikte ouderenhuisvesting. Er ontstaat de komende jaren een toenemende vraag naar nieuwe woon- en woonzorgconcepten die aansluiten bij de veranderende woonbehoeften van de ouderen. Zorgvastgoed ontwikkelt zich op deze wijze meer tot regulier wonen oftewel woonzorgvastgoed. Hiermee wordt een divers aanbod aan geschikte huisvesting bedoeld waarin ouderen zorg op maat kunnen krijgen in hun woning en zelfstandig kunnen wonen. Juist hierin ligt een grote (maatschappelijke) opgave.

Verschillende partijen willen investeren in geschikt woonzorgvastgoed. Het beleggingsvolume in zorgvastgoed is de laatste jaren verdrievoudigd. Ruim driekwart van dit beleggingsvolume heeft betrekking op zogenaamde levensloop bestendige woningen en beschermde woonomgevingen: het woonzorgvastgoed.

Er worden door beleggers echter verschillende risico's of drempels gezien die het niet of in mindere mate aantrekkelijk maken om te investeren in woonzorgvastgoed: politiek risico (zorgvastgoed heeft relatief grote verbondenheid met de overheid), partnerrisico (investeringen gaan vaak gepaard met een samenwerking met een zorginstelling), beleggersmarktrisico (markt van kopers van vastgoed) en het vastgoedmarktrisico (specifiek- of meer courant vastgoed). Een groot deel van de genoemde opgave ligt op het gebied van woonzorgvastgoed. In deze categorie kunnen genoemde risico's worden verminderd door courant vastgoed te realiseren: geen specifiek vastgoed voor de zorg, maar vastgoed waar mensen in kunnen wonen en waarin ook (aanvullende) zorg mogelijk is.

De vraag is onder welke planologische bestemming woonzorgvastgoed kan worden gerealiseerd. In het verleden werd dit voornamelijk onder de bestemming maatschappelijk gedaan: het betrof specifiek vastgoed dat werd gebruikt om zorg te leveren en het vastgoed werd niet zelfstandig bewoond. Nu lijkt echter een kentering te zijn ingezet door het gewijzigde rijksbeleid dat bekend staat als het scheiden van wonen en zorg en ook door de gevarieerde en gewijzigde woonbehoefte van ouderen: woonzorgvastgoed ontwikkeld zich meer tot regulier wonen.

Woonzorgvastgoed kan planologisch mogelijk worden gemaakt onder de bestemming maatschappelijk of onder een dubbele bestemming waarin naast de maatschappelijke bestemming

ook de woonbestemming mogelijk wordt gemaakt. Dit lijkt beter aan te sluiten bij het nieuwe woonzorgvastgoed waarin de bewoner zelfstandig woont, en zijn woning zelfstandig bewoont. Zorg krijgt de bewoner achter zijn of haar eigen voordeur.

Door deze extra bestemming ontstaat als het ware een optie in het bestemmingsplan: er kan vastgoed worden gerealiseerd met een maatschappelijke functie en er kan ook vastgoed worden gerealiseerd met een woonfunctie. Er ontstaan meerdere gebruikersmogelijkheden. In dit onderzoek wordt stil gestaan bij de vraag wat deze optie waard is. Centraal staat of deze mate van flexibiliteit van het bestemmingsplan een bepaalde waarde vertegenwoordigt die het voor investeerders aantrekkelijker kan maken om in woonzorgvastgoed te investeren.

Onderzoek en conclusie

De centrale vraag van dit onderzoek luidt:

‘Wat is de invloed van de bestemming van woonzorgvastgoed op de disconteringsvoet en de eindwaarde/ exit yield en daarmee op de waarde van het woonzorgvastgoed?’

Om de vraagstelling te kunnen beantwoorden is het onderzoeksmodel opgebouwd uit drie onderdelen: theorie, praktijk en analyse. Het theoretisch kader bestaat uit de optietheorie en de transactiekostentheorie. Vanuit het praktijkdeel wordt onderzocht welke waarde de optie vertegenwoordigt om naast een maatschappelijke functie ook een woonfunctie te kunnen realiseren volgens het bestemmingsplan.

De invloed van de bestemming op de waarde van woonzorgvastgoed is in dit onderzoek voor het eerst kwantitatief onderzocht. Er is onderzoek gedaan onder taxateurs en consultants/adviseurs naar het verschil in waarde van woonzorgvastgoed wanneer het onder de bestemming ‘maatschappelijk’ is gerealiseerd en wanneer het onder de bestemming ‘wonen en maatschappelijk’ is gerealiseerd. De taxateurs hebben hiervoor een discounted cashflow model ingevuld waarin ze voor beide scenario’s voor een woonzorgcomplex de disconteringsvoet hebben opgebouwd en een exit yield hebben gegeven. De resultaten zijn statistisch onderzocht en de conclusies uit dit kwantitatieve onderzoek zijn vervolgens voorgelegd aan een aantal deskundigen.

Uit het onderzoek blijkt dat het risico van het bestemmingsplan leidt tot een lagere disconteringsvoet van 0,85% indien het object onder de bestemming ‘wonen en maatschappelijk’ wordt gerealiseerd. De lagere disconteringsvoet wordt hoofdzakelijk veroorzaakt door een significant lagere risico-opslag

voor de vastgoedcategorie. De exit yield is 0,90% significant lager indien woonzorgvastgoed wordt gerealiseerd onder de bestemming 'wonen en maatschappelijk'

Alle respondenten komen tot een hogere waarde van het woonzorgvastgoed op het moment dat woonzorgvastgoed onder de bestemming 'wonen en maatschappelijk' is gerealiseerd. Deze optie vertegenwoordigt een waarde van 17%.

Inhoud

1.	Inleiding	7
1.1.	Achtergrond en aanleiding onderzoek	7
1.2.	Relatie waarde en vastgoedmarktrisico	10
1.3.	Probleemstelling van het onderzoek.....	13
1.4.	Doelstelling van het onderzoek.....	14
1.5.	Onderzoeksvragen.....	15
1.6.	Afbakening en onderzoekselementen	15
1.7.	Onderzoeksmodel en methodiek.....	17
1.8.	Leeswijzer	19
2.	Theoretische aspecten van waarde en flexibiliteit.....	20
2.1.	Inleiding	20
2.2.	Relatie risico-opslagmethode en waarde.....	20
2.3.	De waarde van zekerheid: transactiekostentheorie	22
2.4.	De waarde van flexibiliteit: optietheorie	23
2.5.	Relatie tussen zekerheid en flexibiliteit	27
2.6.	Conclusie	30
3.	Praktijk	32
3.1.	Methode van onderzoek	32
3.2.	Enquête/DCF-model	35
3.3.	Deskundigen/ betrokken partijen	38
3.4.	Alternatieve onderzoeksmogelijkheden	39
4.	Analyse.....	41
4.1.	Respondenten onderzoek	41
4.2.	Het verschil in waarde van de twee scenario's	42
4.3.	Nadere statische onderbouwing	45
4.4.	Verschilanalyse.....	48
4.5.	Reacties deskundigen op enquêteresultaten.....	49
4.6.	Conclusies.....	53
5.	Aanbevelingen	55
	Literatuur.....	58

1. Inleiding

1.1. Achtergrond en aanleiding onderzoek

Aanleiding

De interesse van beleggers in Nederlands zorgvastgoed groeit de laatste jaren sterk. Wanneer gekeken wordt naar de fundamentele drivers van deze markt lijkt dat absoluut verstandig. Zo neemt de vergrijzing in Nederland de komende jaren flink toe. Tot het jaar 2040 groeit het aantal 65+-ers in Nederland naar ruim 4,7 miljoen (CBS, 2014). Het aandeel 65-79 jarigen groeit op korte termijn al sterk. Een groep die vanaf 2025 ook voor een forse groei van de groep 80+-ers zal zorgen. Een ontwikkeling die ook wel de dubbele vergrijzing genoemd. De vraag naar geschikte huisvesting voor ouderen neemt hierdoor toe, waarvoor de huidige woningvoorraad niet toereikend zal zijn. Om aan de groeiende vraag te voldoen, moeten er de komende jaren per jaar ongeveer 44.000 extra woningen voor senioren bijkomen (ABF, 2014).

Deze vraag wordt versterkt door de terugtrekkende overheid op het terrein van ouderenhuisvesting: zo is in 2013 het scheiden van wonen en zorg ingevoerd. Het scheiden van wonen en zorg houdt in het kort in dat mensen met een lichte zorgbehoefte niet langer een indicatie krijgen om te mogen wonen in verzorgingshuizen. Deze groep blijft hierdoor langer thuis wonen. Er wordt verwacht dat de rijksoverheid in het kader van de hervorming van de langdurige zorg het scheiden van wonen en zorg de komende jaren verder zal doorvoeren: ook voor groepen mensen die zwaardere zorg ontvangen¹.

De grens tussen zorg en wonen wordt hierdoor geleidelijk verlegd. Door het rijksbeleid verliezen deze verzorgingshuizen of woonvoorzieningen hun positie binnen het zorgdomein: *‘De plaats die deze gebouwen hebben binnen bestemmingsplannen is in de meeste gevallen echter niet veranderd. Verzorgingshuizen en andere lichte verblijfsvoorzieningen zijn ‘verweesd’: zij horen niet langer in het zorgdomein, maar de bestemming ‘maatschappelijk’ die deze gebouwen meestal hebben, refereert daar wel nog aan.’* (Kok e.a., 2015, p. 2). Dit lijkt niet logisch. Hoewel het gebruik van deze locaties dus meer op regulier wonen lijkt, blijkt het nog niet een automatisme dat dit leidt tot aanpassing van het bestemmingsplan.

¹ Zie bijvoorbeeld ‘dossier scheiden wonen en zorg’ via <http://www.kcwz.nl/> en via www.rijksoverheid.nl

De groep mensen neemt door het rijksbeleid en de dubbele vergrijzing zoals gezegd naar verwachting alleen maar toe: er ontstaat een toenemende behoefte aan andere en of nieuwe woonvormen die geschikt zijn voor deze groep mensen. De overheidsinvloed op de huisvestingskosten van de zorg neemt daardoor af en de behoefte aan levensloopbestendige woningen groeit (Syntrus Achmea & CBRE, 2016).

Daarbij komt dat deze steeds grotere groep ook veranderende woonwensen heeft dan de generaties ouderen daarvoor: er ontstaan nieuwe woon- en woonzorgconcepten, mede door de veranderende overheidsregelgeving ten aanzien van het scheiden van wonen en zorg, die beter aansluiten bij de verschillende woonbehoeften van deze groep mensen. Woonzorgvastgoed ontwikkelt zich zo steeds meer tot regulier wonen. Mensen wonen in een reguliere woning waarin zorg op afroep kan worden geleverd vanuit bijvoorbeeld een zorgcentrum in de buurt of via thuiszorg. Samenvattend wordt gesteld dat er een helder marktbeeld ontstaat: er ligt een grote (maatschappelijke) opgave op het gebied van het bouwen van geschikte ouderenhuisvesting.

Juist door deze verwachte grote maatschappelijke opgave is het relevant om zoveel mogelijk drempels of risico's die investeerders en beleggers zien voor het investeren in geschikte ouderenhuisvesting, zoveel mogelijk weg te nemen of te verminderen.

De opgave naar het bouwen van ouderenhuisvesting of woonzorgvastgoed zal gevarieerd zijn in vraag. De gedachte achter het scheiden van wonen en zorg is dat oudere bewoners meer keuzevrijheid krijgen en de diversiteit in wonen wordt vergroot: doordat bewoners bewust voor een woonomgeving kiezen is de gedachte van dit overheidsbeleid dat zorginstellingen, corporaties en beleggers hierop inspringen door marktgerichter woonzorgvastgoed te ontwikkelen. De nadruk ligt door het scheiden van wonen en zorg dus meer op wonen. Dit maakt dat woonzorgvastgoed steeds meer door vastgoedbeleggers wordt gezien als interessante belegging.

Dit beeld wordt bevestigd door Van der Gijp (2014). Hij stelt dat de interesse van beleggers in zorgvastgoed met name betrekking heeft op levensloopbestendige woningen, het wonen met zorg en intramurale zorg (woningen).

Zowel nationale als internationale beleggers hebben interesse in en ook daadwerkelijk kapitaal beschikbaar om te investeren in de Nederlandse markt (Van der Gijp, 2014). Beleggers tonen ook

interesse in zorgvastgoed omdat het kan leiden tot een aantrekkelijke diversificatie van de vastgoedportefeuille (Hermus & Veuger, 2015).

Het beleggingsvolume in zorgvastgoed is de laatste jaren ruim verdrievoudigd tot bijna 300 miljoen in 2014 en bijna 350 miljoen euro in 2015 (Syntrus Achmea/CBRE, 2016). Van dit beleggingsvolume is 75% 'care-gerelateerd'. Hieronder wordt verstaan dat het hier met name gaat om investeringen in levensloopbestendige woning en zogenaamd beschermde woonomgevingen: het woonzorgvastgoed. Hier wordt later in dit hoofdstuk nader op ingegaan. In het eerste halfjaar van 2016 is door commerciële beleggers voor circa 240 miljoen aan zorgvastgoed aangekocht (CBRE Healthcare, 2016). Hoewel de cijfers niet altijd goed vergelijkbaar zijn, kan toch worden gesteld dat het beleggingsvolume in zorgvastgoed nog fors achterloopt in vergelijking met het beleggingsvolume in woningen. In 2014 registreerde Cushman & Wakefield (2014) een totaal beleggingsvolume van € 2,2 miljard in Nederlandse vastgoedwoningmarkt.

Hoewel er dus een forse groei is aangetoond van zorgvastgoedinvesteringen, is het ook duidelijk dat het gaat om relatief beperkte aantallen. Dat lijkt echter te verklaren. Op dit moment bestaan er een aantal risico's of drempels die het in mindere mate of nog niet voor iedere belegger aantrekkelijk maken om in deze beleggingscategorie te investeren. Literatuuronderzoek op basis van EIB (2012), Van der Gijp (2014) en Van Elp & Konings (2015) leidt tot onderstaande opsomming van risico's voor investeren in zorgvastgoed:

1. Politiek risico: zorgvastgoed heeft een relatief grote verbondenheid met het publieke domein en de institutionele omgeving die daarvan een resultante is. Veranderingen in bijvoorbeeld wet- en regelgeving leiden tot significant andere vooruitzichten over zorgvastgoed. Zo schreef de overheid in het verleden voor hoe zorgvastgoed moest worden gerealiseerd via voorschriften van het College Bouw Zorginstellingen. Dit leidde tot zeer specifiek en minder courant vastgoed. Uit het literatuuronderzoek blijkt dat dit wordt gezien als groot risico.
2. Partnerrisico: bij investeringen in zorgvastgoed wordt over het algemeen een samenwerking aangegaan met een dienstverlener c.q. zorginstelling. De investeerder/belegger investeert in het vastgoed en de dienstverlener/zorginstelling verleent de diensten en services aan de huurders zodat de bewoners kunnen wonen en kunnen worden voorzien van passende (zorg)dienstverlening en huurt (een deel) van het vastgoed. Het financieel scheiden van Wonen en Zorg heeft een flinke impact op de solvabiliteit van zorginstellingen die zich richtten op lichte zorg. Dit leidt ook tot een bijzonder risicoprofiel.

3. Beleggingsmarktrisico: dit risico is gedeeltelijk verbonden met het vastgoedmarktrisico. Over het algemeen wordt hier gesteld dat de courantheid van de beleggingen in zorgvastgoed een groter risico met zich meebrengt dan bij bijvoorbeeld het woningmarktsegment omdat er minder kopers beschikbaar zijn.
4. Vastgoedmarktrisico: zoals eerder geschreven wordt de komende jaren een toename in de vraag verwacht voor ouderenwoningen/zorgvastgoed. De vraag is in hoeverre het nodig is om hier specifiek vastgoed voor te ontwikkelen. Woonzorgvastgoed dat wordt ontwikkeld als regulier wonen leidt ertoe dat de courantheid toeneemt: de nadruk ligt immers meer op wonen dan op zorgvastgoed. Een van de randvoorwaarden daarvoor is om dit onder de planologische bestemming 'wonen' dan wel onder een gemengde bestemming te realiseren in plaats van onder de bestemming 'maatschappelijke doeleinden'. Daardoor kan het lange termijnrisico worden beperkt doordat in een markt met een grotere massa meegaat (de woningmarkt) in plaats van in een kleinere markt als specifiek zorgvastgoed of maatschappelijk vastgoed.

Door het scheiden van wonen en zorg neemt de overheidsinvloed op zorgvastgoed verder af en de behoefte aan levensloopbestendige woningen groeit. Hierdoor komen de risico's voor investeren in woonzorgvastgoed meer te liggen op het beleggersmarkt – en het vastgoedmarktrisico. Daarom richt dit onderzoek zich juist op deze risico's waarbij het vastgoedmarktrisico centraal staat.

Woonzorgvastgoed kan planologisch mogelijk worden gemaakt onder de woon- of onder een dubbele/ gemengde bestemming. Er ontstaat hierdoor als het ware een optie omdat er meerdere gebruiksmogelijkheden ontstaan. Hierdoor nemen de herbestemmings-, herontwikkeling- en/ of transactiemogelijkheden toe waardoor wellicht een lager risicoprofiel voor dit type vastgoed kan worden ingerekend.

1.2. Relatie waarde en vastgoedmarktrisico

De aangehaalde risico's leiden er tot op heden toe dat woonzorgvastgoed door beleggers over het algemeen wordt gezien als een beleggingscategorie met een hoger risicoprofiel dan de beleggingscategorie woningen. Juist deze vergelijking met de asset 'standaard' woningen die een lager risicoprofiel biedt geeft een interessante denkrichting. Om de interesse van beleggers in zorgvastgoed te vergroten liggen er kansen voor a) het creëren van een optioneel recht tot meervoudige functies in het bestemmingsplan, als zijnde een beperking van de risico's middels een reële exit strategie op basis van een woonbestemming of gemengde bestemming. Om daadwerkelijk

tot risicodemping over te gaan is er echter meer nodig. Het vastgoed dat gebouwd wordt zal in dat geval b) optimaal courant moeten zijn om in geval van nood beide functies optimaal, dan wel met relatief beperkte aanpassingen te huisvesten. Meer flexibel en courant vastgoed leidt dan tot een minder hoge risico-opslag en dit heeft een relatie met de waarde van het vastgoed.

Door het scheiden van wonen en zorg zal de invloed van de overheid op dit type vastgoed de komende jaren naar verwachting verminderen.

De bestemming en de courantheid van het vastgoed zijn van invloed op het risicoprofiel van woonzorgvastgoed en daarmee op de waarde van het vastgoed. Daarmee is juist het vastgoedmarktrisico uitermate relevant als onderzoeksthema. Om dit expliciet te maken wordt in dit onderzoek gekeken naar verschillen in bestemmingsplanscenario's van de risico-opslagen van de disconteringsvoet bij een taxatie en naar verschillen in de exit yield bij een taxatie.

Zorgvastgoed werd mogelijk gemaakt in het bestemmingsplan onder de bestemming 'maatschappelijk'. Tegenwoordig is er zowel sprake van de bestemming 'maatschappelijk' als 'wonen'. Door het scheiden van wonen en zorg lijkt het logisch om het woonzorgvastgoed onder een bestemming te realiseren die meer aansluit bij 'wonen' dan bij 'maatschappelijk': het scheiden van wonen en zorg leidt dan ook tot het scheiden hiervan in het bestemmingsplan. Dit blijkt in de praktijk echter nog geen automatisme te zijn. Het is het niet zonder meer toegestaan om zorgappartementen om te zetten naar regulier 'wonen'. De Wet op de Ruimtelijke Ordening bepaalt dat een locatie niet zomaar een andere bestemming/functie mag krijgen.

Kok e.a. (2015) geven aan dat er sprake is van een glijdende schaal als het gaat om de relatie tussen de bestemming en het feitelijk gebruik van zorgvastgoedlocaties. In zijn algemeenheid geldt dat de bestemming van een locatie invloed heeft op de waarde van de locatie: theoretisch is er zicht op wat locatie met vastgoedwaarde doet. Of zoals Anas e.a stellen (1998): *'het ruimtelijk gedrag van actoren/functies heeft een relatie met de waarde van locaties'*. Het bestemmingsplan heeft als formeel geïnstitutionaliseerd instrument van de toelatingsplanologie een direct sturende werking op het ruimtelijk gedrag van actoren. In deze scriptie wordt dan ook gepleit om het feitelijk gebruik van de zorgvastgoedlocaties zoveel als mogelijk overeen te laten komen met de bestemming die het meest past bij het gebruik van de locatie. Het onderscheid tussen de bestemmingen 'wonen' en 'maatschappelijk' is binnen de ruimtelijke ordening van grote betekenis. De grens is echter volgens Kok e.a. (2015) niet zo eenvoudig te trekken. Het behoeft weinig voorstellingsvermogen dat de gevolgen hiervan navenant zijn: door het scheiden van wonen en zorg kan het strikt hanteren van

deze grens belemmerend werken voor gebouweigenaren indien het gebouw an sich voor zowel wonen als voor zorg of een combinatie daarvoor kan worden gebruikt. Flexibiliteit in het bestemmingsplan lijkt daardoor ook gewenst vanuit het perspectief van waarde.

Deze potentiële waarde van flexibiliteit kan een drempel gedeeltelijk wegwerken bij investeerders waardoor het risico kleiner wordt en investeren in woonzorgvastgoed aantrekkelijker kan worden. Het heeft een effect op de waarde van het vastgoed. Ook biedt het een grotere mate van zekerheid over de gebruiksmogelijkheden, omdat er naast een maatschappelijke functie ook een woonfunctie kan worden gerealiseerd. De recente cijfers van Syntrus/CBRE (2016) laten zien dat er meer transacties van zorgvastgoed worden gedaan, maar dat zorgvastgoed nog een hogere risico-opslag vereist omdat het een specifiek zorgkarakter kent.

De vraag die in dit onderzoek centraal staat, is of de mate van flexibiliteit van het bestemmingsplan of de mate waarin het bestemmingsplan meer gebruiksmogelijkheden biedt, een bepaalde waarde vertegenwoordigt die het voor investeerders aantrekkelijk kan maken om in deze beleggingscategorie te investeren.

Door Kok e.a. (2015) worden enkele ruimtelijke knelpunten uiteengezet bij de transformatie of ontwikkeling van woonzorglocaties en het eventueel wijzigen van het bestemmingsplan. Het wijzigen van het bestemmingsplan is de verantwoordelijkheid van de gemeente. Uit de analyse van Kok e.a. (2015) blijkt dat het niet eenvoudig is een objectieve grens tussen 'wonen' en 'maatschappelijk' aan te geven en dat bestemmingswijzigingen ook niet altijd te lijken passen in gemaakte afspraken over regionale woningprogrammering. In dit onderzoek wordt alleen naar het eerstgenoemde argument gekeken: het is de vraag of het gewenste (toekomstig) gebruik wel in overeenstemming is met de vigerende bestemming. De maatschappelijke trend en het rijksbeleid is erop gericht mensen met en zonder zorgvraag zo lang mogelijk zelfstandig te laten wonen. Door dit scheiden van wonen en zorg komt de nadruk dus meer op wonen te liggen: een bestemmingswijziging lijkt dus noodzakelijk indien het gebruik van een locatie wijzigt. De flexibiliteit van het bestemmingsplan voor zorgvastgoed blijkt uit het onderzoek van Kok e.a. (2015) nog niet gangbaar te zijn.

Het wettelijk primaat voor bestemmingswijzigingen ligt bij het College van Burgemeester en Wethouders (Kroezen, 2015). Het niet verlenen van medewerking aan bestemmingswijzigingen, omdat het zoals bovenstaand aangegeven bijvoorbeeld niet past binnen afspraken over regionale woningprogrammering, strookt niet met de visie van de Vereniging van Nederlandse Gemeenten (2014). Zij stellen dat herbestemming steeds nadrukkelijker op de agenda staat bij gemeenten. Er wordt in genoemde publicatie gepleit om meer te denken vanuit de vraag om nieuwe

ontwikkelingen, onder meer in maatschappelijk vastgoed, mogelijk te maken. Er wordt gepleit om meer gemengde bestemmingen op percelen te leggen. Daar mag in beginsel alles, behalve overlast gevende functies. Een andere mogelijkheid is om nieuwe bestemmingsplannen semi-flexibel in te richten door bijvoorbeeld het College van B&W een wijzigingsbevoegdheid te geven waarmee binnen een plangebied op beperkte schaal hergebruik en herbestemming kan worden toegestaan. Dit sluit aan bij de nieuwe ontwikkelingen die door scheiden van wonen en zorg ontstaan.

De mogelijkheid die een herbestemming kan bieden, kan een positieve bijdrage leveren aan het mogelijk maken van nieuwe initiatieven op het gebied van woonzorgvastgoed. Hierdoor kan dus het vastgoedmarktrisico worden beperkt waardoor er waarde wordt gecreëerd.

1.3. Probleemstelling van het onderzoek

Op dit moment ontbreekt het in de bestaande literatuur aan inzicht in de mate waarin het vastgoedmarktrisico van invloed is op het risicoprofiel van woonzorgvastgoed. Het vastgoedmarktrisico wordt onder meer beïnvloed door de courantheid van het vastgoed en de flexibiliteit van het bestemmingsplan. Dit heeft een effect op de verwachte huuropbrengsten/kasstromen en daarmee op de waarde van het woonzorgvastgoed zowel op de korte- als ook op de lange termijn.

Dit onderzoek richt zich specifiek op het vastgoedmarktrisico. Dit wordt gedaan door te kijken naar de relatie tussen de genoemde flexibiliteit van het bestemmingsplan en de waarde van woonzorgvastgoed. Onder flexibiliteit worden in dit onderzoek twee zaken verstaan: enerzijds wordt als uitgangspunt genomen dat woonzorgvastgoed als courant vastgoed wordt of is gerealiseerd waarbij het als 'regulier woonvastgoed' kan worden gezien, en anderzijds betreft het hier de mogelijkheden die het bestemmingsplan biedt. In dit onderzoek worden twee bestemmingsplanmogelijkheden als uitgangspunt genomen: enerzijds de realisatie van woonzorgvastgoed onder de bestemming 'maatschappelijk' en anderzijds onder de bestemming 'wonen en/of maatschappelijk'. Deze flexibiliteit biedt een mate van zekerheid over de (herbestemmings)mogelijkheden. In het verlengde hiervan hebben deze flexibiliteit en de mate van zekerheid een veronderstelde positieve relatie met de waarde van het woonzorgvastgoed. Deze relatie en visie is reeds aangetoond door Kroezen (2015) waar het monumentaal vastgoed betreft.

1.4. Doelstelling van het onderzoek

Het doel van dit onderzoek is om inzicht te verkrijgen in de mate waarin flexibiliteit van het bestemmingsplan van invloed is op disconteringsvoet en de exit yield en daarmee op de waarde van woonzorgvastgoed.

De flexibiliteit van het bestemmingsplan staat in dit onderzoek gelijk aan het vastgoedmarktrisico van woonzorgvastgoed waarbij uitgangspunt is dat er courant vastgoed is/wordt gerealiseerd. Er wordt gekeken naar de relatie tussen verschillende bestemmingen en waarde.

Het begrip waarde wordt in dit onderzoek geoperationaliseerd door het meten van de verschillen van risico-opslagen bij het opbouwen van de disconteringsvoet en door het meten van de verschillen van de exit yields bij verschillende bestemmingen.

De disconteringsvoet is het vereist rendement c.q. de rendementseis gegeven de beoogde vastgoedexploitatie. Samen met de exit yield, de eindwaarde, kan vervolgens de waarde van woonzorgvastgoed worden berekend. De eindwaarde is 'de veronderstelde te realiseren verkoopprijs aan het eind van de exploitatieperiode (Van Gool e.a., 2013, p. 208)'. In het volgende hoofdstuk wordt hier nader op ingegaan op de beide begrippen.

1.5. Onderzoeksvragen

De centrale vraag van dit onderzoek komt voort uit de probleem- en doelstelling en luidt:

‘Wat is de invloed van de bestemming van woonzorgvastgoed op de disconteringsvoet en de eindwaarde/ exit yield en daarmee op de waarde van het woonzorgvastgoed?’

Om antwoord te kunnen geven op de centrale vraag zijn de volgende deelvragen geformuleerd:

Theorie

- Wat is optietheorie?

Praktijk

- Welke risico-opslagen bij woonzorgvastgoed worden gehanteerd?

Analyse

- Wat is de invloed van het vastgoedmarktrisico op de risico-opslag?
- Welke verschillen in exit yield worden gebruikt in relatie tot het bestemmingsplan ten aanzien van woonzorgvastgoed?
- Wat kan de optietheorie bijdragen aan het vergroten of creëren van flexibiliteit in het bestemmingsplan bij het realiseren of transformeren van woonzorgvastgoed?

De deelvragen worden in aparte hoofdstukken van dit onderzoek beantwoord.

1.6. Afbakening en onderzoekselementen

In dit onderzoek staan een drietal onderzoekselementen centraal. In deze paragraaf worden deze drie elementen gedefinieerd en worden de veronderstelde relaties met elkaar in verband gebracht (Segers, 1999). Deze relaties vormen ook de verantwoording van de structuur van dit onderzoek. Aan de hand van de beschrijving van de onderzoekselementen ontstaat ook de afbakening van dit onderzoek.

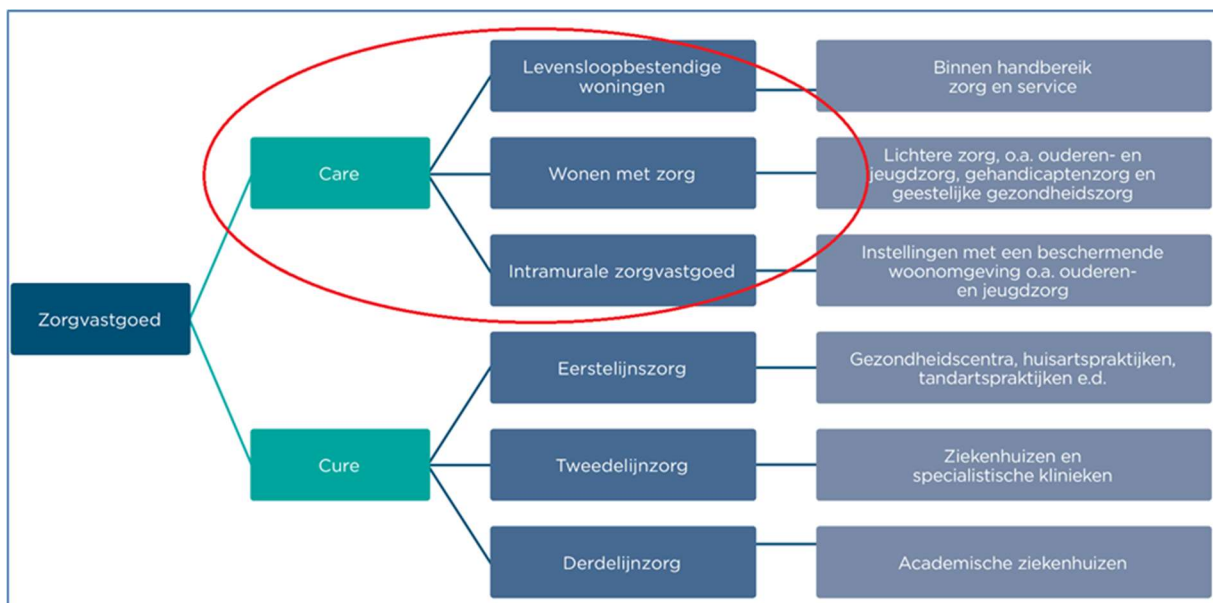
Woonzorgvastgoed

Hoewel van het begrip woonzorgvastgoed een eenduidige definitie ontbreekt, wordt er over het algemeen in de bestaande literatuur onderscheid gemaakt binnen zorgvastgoed tussen de cure (ziekenhuizen, praktijken voor huisartsen en fysiotherapeuten e.d.) en de care (woonzorgvastgoed, verpleeghuizen e.d.). Het vastgoed in de care wordt tot op heden gedefinieerd als vastgoed dat

wordt gebruikt door een zorginstelling (EIB, 2012). Deze definitie lijkt met het scheiden van wonen en zorg echter grotendeels achterhaald. Van der Gijp (2014) heeft specifiek gekeken naar wat onder zorgvastgoed wordt verstaan. Naast de verdeling in 'cure' en 'care' heeft hij deze twee categorieën verder onderverdeeld (zie figuur 1).

De drie subcategorieën 'levensloopbestendige woningen', 'wonen met zorg' en 'intramuraal zorgvastgoed' kunnen worden gedefinieerd als woonzorgvastgoed: in dit onderzoek staat dit woonzorgvastgoed centraal waarbij de nadruk daar over het algemeen meer op de woonfunctie ligt.

Figuur 1.1 Opbouw markt voor zorgvastgoed



Bron: Van der Gijp (2014), bewerking R. Lolkema

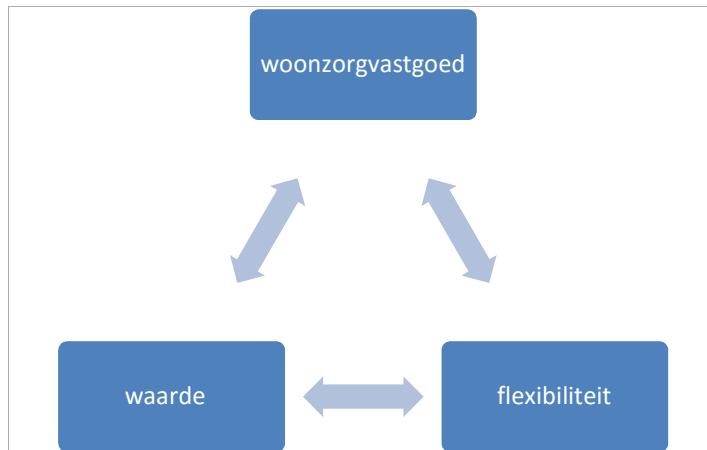
Het niveau van de analyse in dit onderzoek is gericht op het vastgoed- /beleggingsobject zelf (type vastgoed, courantheid, locatie, bestemming, omvang etc.). Eerder werd gesteld dat er vier risico categorieën worden gesignaleerd bij het beleggen in zorgvastgoed. Dit onderzoek richt zich specifiek op het vastgoedmarktrisico.

Waarde

Het begrip waarde heeft in dit onderzoek geen absolute betekenis maar een relatieve betekenis: er wordt onderzoek gedaan naar de verschillen in waarde van woonzorgvastgoed dat onder twee verschillende bestemmingen is of wordt gerealiseerd volgens het bestemmingsplan. Waarde wordt in dit onderzoek gemeten aan de hand van twee waarde-componenten: de verschillen in de risico-opslag en exit yield zoals aangegeven door deskundigen. De waarde van woonzorgvastgoed wordt

onderzocht in twee scenario's: in het eerste scenario wordt de waarde van woonzorgvastgoed onderzocht indien het in het bestemmingsplan mogelijk wordt gemaakt onder de bestemming 'maatschappelijk' en in het tweede scenario als het onder de bestemming 'wonen en/of maatschappelijk' mogelijk is of wordt gemaakt.

Figuur 1.2 Structuur van de onderzoekselementen



Flexibiliteit

De relatie tussen de flexibiliteit dat het bestemmingsplan biedt en de waarde van woonzorgvastgoed die daar tegenover staat wordt onderzocht. Genoemde flexibiliteit heeft betrekking op de verschillende mogelijkheden die het bestemmingsplan biedt. Op het moment dat er zowel onder de bestemming 'maatschappelijk' als onder de bestemming 'wonen' woonzorgvastgoed kan worden gerealiseerd is er een grotere mate van zekerheid voor de belegger/eigenaar: er ontstaan meerdere mogelijkheden. Hierdoor is er een grotere mate van alternatieve aanwendbaarheid van het woonzorgvastgoed.

In dit onderzoek wordt hypothetisch verondersteld dat meer flexibiliteit in het bestemmingsplan rond woonzorgvastgoed leidt tot een hogere waarde van woonzorgvastgoed.

1.7. Onderzoeksmodel en methodiek

Onderhavig onderzoek betreft een verkennend onderzoek met een toetsend kader (Baarda, 2009) waarbij de relatie van de variabele flexibiliteit (bestemmingsplan) op de waarde van woonzorgvastgoed wordt getoetst. Om de vraagstelling te kunnen beantwoorden is het onderzoeksmodel opgebouwd uit drie onderdelen: theorie, praktijk en analyse. Het theoretisch kader sluit aan bij het door Hekkenberg en Van der Post (2014) geformuleerde kader waarbij zowel vanuit de optietheorie als de transactiekostentheorie het spanningsveld tussen zekerheid en

flexibiliteit kan worden geduid. Hekkenberg en Van der Post (2014) geven in een theoretische verkenning een overzicht van een aantal theorieën die een relatie tussen zekerheid en flexibiliteit aantonen. Voor dit onderzoek is dit relevant omdat hier ook een relatie wordt onderzocht tussen flexibiliteit van het bestemmingsplan en waarde van woonzorgvastgoed, een relatie die ook reeds door Kroezen (2015) op basis van genoemde theorieën verkend is waar het monumentaal vastgoed betreft.

De optietheorie wordt ook beschreven. Deze geldt vooral als denkrichting om de toepasbaarheid van reële opties voor het (her)bestemmen van woonzorgvastgoed te verkennen. Een volledig kwantitatieve optieberekening is op dit moment een niet mogelijk gezien de beperkte databeschikbaarheid. In plaats hiervan wordt literatuuronderzoek uitgevoerd.

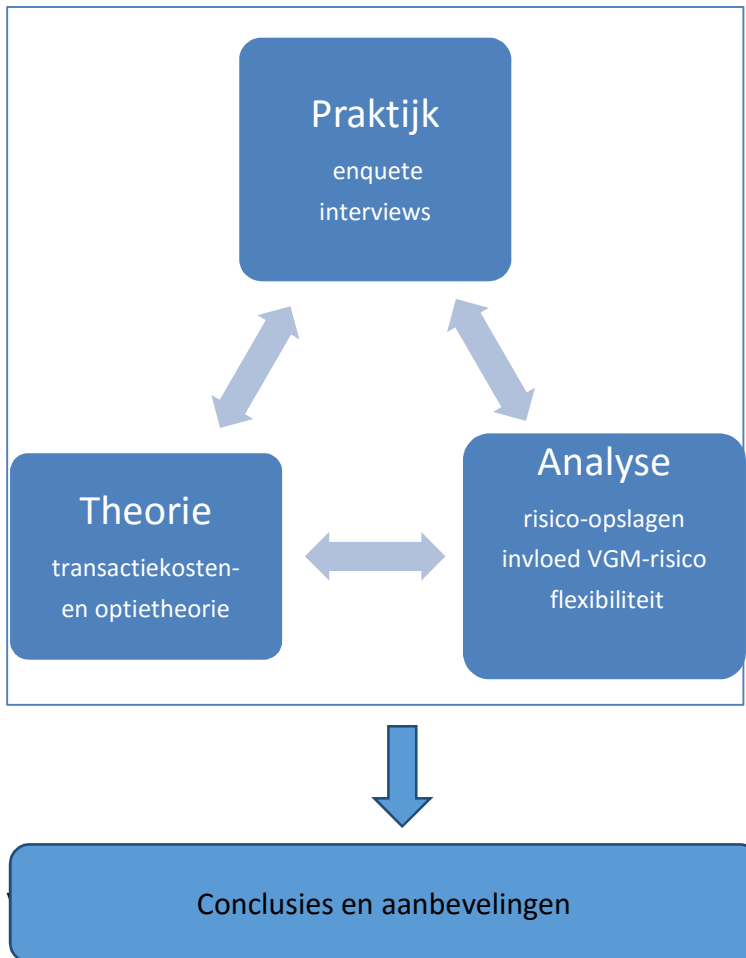
De theorie vormt een vergelijkingskader voor het onderzoek in de praktijk. In het praktische deel worden de uitkomsten van het theoretisch kader in de praktijk getoetst. Door middel van een verkennend onderzoek onder een groep taxateurs wordt onderzocht welke risico-opslagen zij hanteren en hoe zij de disconteringsvoet opbouwen bij de waardering/ taxatie van woonzorgvastgoed. Ook wordt gekeken hoe het vastgoedmarktrisico door deze groep taxateurs wordt gewaardeerd indien er sprake is van flexibiliteit in het bestemmingsplan en hoe sterk dit verband is tussen de waarde en de flexibiliteit in het bestemmingsplan. Hiervoor wordt een enquête in de vorm van uitgewerkt (fictief) nieuwbouwplan van woonzorgvastgoed overlegd aan de taxateurs. De verzamelde data van deze casus bestaat uit verschillende risico-opslagen, disconteringsvoeten en exit yields van taxateurs. Deze uitkomsten zullen kwantitatief worden geanalyseerd.

De uitkomsten van het kwantitatieve verkennende onderzoek worden voorgelegd aan enkele experts. Door middel van deze vorm van datatriangulatie wordt een combinatie van verschillende data-bronnen gebruikt (Baarda, 2009, p. 187/188) waarbij in dit geval de interpretatie van de resultaten door experts ook wordt meegenomen in de analyse.

Daarna wordt de kennis uit de theorie en de praktijk in de analyse met elkaar in verband gebracht met als doel de bestaande vastgoedkennis uit te breiden. De resultaten van de enquête spelen zo een relevante rol omdat deze aangeven of en zo ja in welke mate er invloed is van de bestemming op de waarde van woonzorgvastgoed. Met betrekking tot de flexibiliteit wordt in de analyse vervolgens beschreven of en in welke mate flexibiliteit in bestemmingsplannen van waarde is voor woonzorgvastgoed en of er behoefte bestaat aan meer flexibiliteit. De analyse leidt tot een aantal

voorstellen voor zowel gemeenten als beleggers ten aanzien van flexibiliteit in de bestemmingsplannen als ook het verminderen van de risico's en rendementseisen ten aanzien van woonzorgvastgoed.

Figuur 1.3 Schematische weergave onderzoek



1.8. Leeswijzer

In het tweede hoofdstuk wordt allereerst de theoretische context geformuleerd. In het derde hoofdstuk wordt het praktijkdeel van het onderzoek beschreven. Vervolgens wordt in hoofdstuk vier de analyse uiteengezet. Er wordt in hoofdstuk vijf afgesloten met conclusies en aanbevelingen.

2. Theoretische aspecten van waarde en flexibiliteit

2.1. Inleiding

In dit hoofdstuk staat het theoretisch kader van het onderzoek naar de relatie tussen waarde, flexibiliteit en de doorvertaling van deze begrippen in een risico-opslag van de rendementseis van beleggers centraal. In het voorgaande hoofdstuk is hypothetisch verondersteld dat meer flexibiliteit in het bestemmingsplan leidt tot een hogere waarde van woonzorgvastgoed. Door flexibiliteit ontstaat er meer zekerheid over de bestemmingsplanmogelijkheden. Dit is van belang bij de waardering van woonzorgvastgoed. De extra mogelijkheid in het bestemmingsplan om naast een maatschappelijke bestemming ook wonen te realiseren, brengt met zich mee dat de rendementseisen, risico-opslagen en exit yields bij de waarderingen van een pand/gebouw wellicht lager kunnen worden.

Dit hoofdstuk gaat vanuit theoretisch perspectief in op de theorieën rondom de opbouw van de rendementseisen en vervolgens wordt een theoretische verkenning gedaan van het spanningsveld tussen zekerheid en flexibiliteit. Het hoofdstuk sluit af met een concluderende paragraaf.

2.2. Relatie risico-opslagmethode en waarde

Er zijn verschillende manieren om de waarde te bepalen van een object. De marktwaarde van vastgoedobjecten wordt over het algemeen vastgesteld door externe taxateurs. Om het taxatieproces te professionaliseren heeft het Platform Taxateurs en Accountants richtlijnen gepubliceerd waaraan een goede taxatie zou moeten voldoen (PTA, 2014). In deze publicatie wordt voorgesteld de zogenaamde Discounted Cashflow-methode (DCF-methode) leidend te maken in taxaties. De DCF-methode is een contante waarde methode waarbij een vastgoedobject wordt gewaardeerd door het contant maken van de toekomstige kasstromen tegen een disconteringsvoet: de netto-inkomsten en uitgaven van het object inclusief de verkoop van het object (Van Gool, 2014).

Volgens Lusht (2001, p. 392 e.v.) bestaat de disconteringsvoet uit vier componenten: de disconteringsvoet wordt volgens hem bepaald door het risicovrije rendement te vermeerderen met een aantal risico-opslagen zoals een opslag voor het beleggen in vastgoed, aandelen, obligaties etc., een opslag voor de specifieke vastgoedcategorie en een opslag specifiek voor het object. In het onderzoek van Osinga (2000) blijkt dat het onder taxateurs gebruikelijk is om de disconteringsvoet op te bouwen door middel van risico-opslagen. De uitkomsten van Osinga (2000) komen grotendeels overeen met de indeling van Lusht (2001): hij signaleert dat er risico-opslagen worden gebruikt als

onderdeel van de disconteringsvoet en hij onderscheidt risico-opslagen voor het feit dat de belegging vastgoed betreft en voor de vastgoedcategorie een risico-opslag voor het object (en huurders) zelf.

Er wordt nog discussie wordt gevoerd over de DCF-methodiek (Van Gool, 2015, in: Vastgoedmarkt, april 2015). Deze discussie richt zich met name op de totale marktconformiteit van de disconteringsvoet: deze is door het gebrek aan transacties lastig te definiëren. Grevelink toont in zijn studie ook aan dat 'het bepalen van een marktconforme disconteringsvoet moeilijk tot onmogelijk is (Grevelink, 2015, p. 25)'. De DCF-methodiek wordt echter volop in de praktijk toegepast bij het opstellen van waarderingen. Het PTA (2014) schrijft deze methode voor bij het opstellen van taxaties. In de aanbevelingen geeft de PTA aan op welke wijze de disconteringsvoet moet worden opgebouwd. In het volgende hoofdstuk wordt daar nader op ingegaan.

In dit onderzoek staat niet slechts de marktwaardebepaling centraal maar vooral de risico-opslagen en de exit yields die worden beïnvloed door de flexibiliteit van het bestemmingsplan. Het gaat in dit onderzoek derhalve om de verschillen in risico-opslagen die vervolgens van invloed zijn op de waardebepaling. Hier wordt onderzoek naar gedaan omdat er nog niet of nauwelijks onderzoek is gedaan naar het de relatie tussen de bestemmingsplanmogelijkheden en de disconteringsvoet en exit yields.

In de literatuur worden verschillende methoden genoemd ter bepaling van de risico-opslagen (Van Gool e.a., 2013). Een vaak toegepaste methode is de sommatiebenadering die ook wel de risico-opslagmethode wordt genoemd. In deze methode wordt uitgegaan van een risicovrij rendement dat wordt verhoogd met verschillende opslagen bijvoorbeeld voor het specifieke object in kwestie en ook voor de mogelijkheden die de bestemming biedt. Van Gool (2013) geeft aan dat hierdoor wellicht eerder een beleggerswaarde wordt berekend in plaats van een marktwaarde. Voor dit onderzoek is dat echter in mindere mate relevant omdat het in dit onderzoek niet gaat om welke absolute waarde wordt berekend, maar om de verschillen in waarde in relatie tussen de bestemmingsplanmogelijkheden: de opbouw via de risico-opslagen is relevant voor dit onderzoek.

Voor het bepalen van de rendementseis wordt in de markt over het algemeen gekeken naar aanvangsrendementen van in de markt vergelijkbare en verhandelbare objecten. Nu is dat bij zorgvastgoed door de beperkte markt en door het beperkt aantal transacties lastig vergelijkbaar. Een vaak gebruikte methode om de rendementseis te bepalen is door het risicovrije rendement te verhogen met een risico-opslag of – opslagen (Van Gool e.a., 2013).

De eindwaarde dient bij het waarderen via de DCF-methode ook te worden geraamd. Dit kan via verschillende methoden. De gebruikelijke methode hiervoor is de zogeheten exit-yield. 'De eindwaarde wordt op deze wijze bepaald door de kasstromen in het eerste jaar na de exploitatieperiode contant te maken tegen de exit yield. Deze methode wordt vooral bij courant vastgoed toegepast dat aan het eind van de eerste exploitatieperiode nog goed valt te exploiteren' (Van Gool e.a., 2013, p. 209). Deze methode sluit goed aan bij de vraagstelling van dit onderzoek waarbij een van de uitgangspunten is dat woonzorgvastgoed als courant vastgoed is gerealiseerd en wordt daarom in dit onderzoek gebruikt.

2.3. De waarde van zekerheid: transactiekostentheorie

Middels de transactiekostentheorie uit de Neo-Institutionele Economie kan de waarde van zekerheid, ofwel het gebrek daaraan, in beeld gebracht worden. De transactiekostentheorie is een economische organisatietheorie, die zich richt op de vraag op welke wijze economische transacties zo optimaal mogelijk georganiseerd kunnen worden (Coase, 1937). De transactiekostentheorie stelt dat een transactie meer efficiënt wordt naarmate deze gebaseerd is op meer zekerheid. Daarbij is zekerheid gericht op de beschikbaarheid van de juiste informatie.

Coase (1937) stelt dat instituties noodzakelijk zijn om onzekerheid en de daarmee gepaard gaande transactiekosten te reduceren. Onder instituties worden de structuren in de vorm van beleid en wet- en regelgeving, contracten, sociale normen en gewoonten verstaan die het handelen van individuen en organisaties structureren (North, 1990). Formele instituties zijn de door de rechter te toetsen wetten en regels, informele instituties zijn normen, waarden en gewoonten die sinds lange tijd gevormd zijn. Tezamen vormen deze instituties de 'infrastructuur' van een markt om menselijk handelen in het algemeen en transacties in het bijzonder te structureren (Fligstein, 2001). Hoe meer relevante instituties er zijn, hoe meer informatie ontstaat voor actoren en hoe meer waarde actoren aan deze informatie kunnen geven. Hoe meer informatie beschikbaar is, hoe optimaler het besluit van een actor kan zijn.

De theoretische veronderstelling is dat naarmate de transactie langer duurt er meer onzekerheden bestaan en de investeringen groter zijn: de transactierisico's zijn in dat geval groter en de transactiekosten zullen oplopen. De instituties hebben in deze situatie dus als doel de toekomstige risico's te beperken. Als voorbeeld gebruikt Hekkenberg (2011) het bestemmingsplan als 'institutie': het bestemmingsplan heeft volgens haar transactiekosten tot gevolg vanwege het overleg van de initiatiefnemer met de overheid indien deze een bouwplan wil realiseren. Indien het

bestemmingsplan echter zou ontbreken, kunnen in dat geval de (transactie)kosten van het overleg veel hoger uitvallen dan de transactiekosten in een situatie waar wel een bestemmingsplan geldt. Door bijvoorbeeld functies te scheiden en bestemmingen vast te leggen voor de toekomst ontstaat informatie en duidelijkheid die actoren in staat stelt zekerheid te verkrijgen bij de koop van een kavel of gebouw. Deze zekerheid lijkt echter te botsen met de benodigde flexibiliteit die met name tot uiting komt bij de kans dat variabelen wijzigen, waardoor er mogelijk anderszins andere opties dan reeds vastgelegd meer optimale uitkomsten met zich meebrengen voor actoren. Juist op de lange termijn zal nieuwe informatie beschikbaar komen. Het nemen van een optimaal besluit rekening houdende met deze nieuwe informatie wordt door te kiezen voor zekerheid echter belemmerd. Het aantal vrijheidsgraden voor potentiële besluiten is beperkt door in een vroegtijdig stadium zaken vast te gaan leggen.

Hekkenberg en Van der Post (2014, p.4) bevestigen deze constatering door te stellen dat als 'de transactie de flexibiliteit biedt om de afspraken aan te kunnen passen aan informatie die in de toekomst beschikbaar komt, dit het risico beperkt van partijen. Het lijkt plausibel dat deze flexibiliteit een effect zal hebben op de waarde van de transactie'. De volgende paragraaf gaat hierop nader in.

2.4. De waarde van flexibiliteit: optietheorie

De optietheorie is ontwikkeld rondom de gedachte dat er in de toekomst nieuwe informatie beschikbaar komt waardoor er een meer optimaal besluit genomen kan worden. Door in een vroegtijdig stadium rekening te houden met deze nieuwe informatie ontstaan opties die in de toekomst een bepaalde waarde kunnen hebben. De optietheorie is net als Discounted Cashflow methode, waarover later meer, in essentie een waarderingmethode (Hekkenberg en Van der Post, 2014). Het blijkt echter in de praktijk lastig om reële opties valide te waarderen. In dit onderzoek staat het denken vanuit reële opties centraal, kwantitatieve uitwerkingen rond de reële opties worden achterwege gelaten.

De optietheorie gaat uit van het uitoefenen van een recht. In het voorgaande hoofdstuk is aangegeven dat meer flexibiliteit van het bestemmingsplan en meer zekerheid gewenst is voor woonzorgvastgoed. Hierdoor worden naar verwachting de risico-opslagen vermindert en ontstaat er meer zekerheid rondom het gebruik van woonzorgvastgoed en de eventuele (her)ontwikkelingsmogelijkheden richting wonen. Het gebrek aan deze zekerheid oftewel het gebrek aan informatie leidt zoals eerder beschreven in de transactiekostentheorie tot hogere transactiekosten en volgens de uitgangspunten van de optietheorie leidt dit een toename van de

waarde van woonzorgvastgoed. De reële optietheorie biedt hier een handreiking voor omdat deze de mogelijkheden van de toepassing van flexibiliteit bij investerings- c.q. vastgoedbeslissingen beschrijft. In deze paragraaf worden de uitgangspunten en de achtergrond van de optietheorie en meer specifiek de reële optietheorie nader toegelicht zodat dit wellicht kan worden toegepast rond flexibiliteit van het bestemmingsplan voor woonzorgvastgoed.

Financiële en reële opties

Opties zijn afkomstig uit de financiële markten en ze worden gebruikt om risico's af te dekken. Op de financiële markten is een optie het *recht* om een achterliggende waarde tegen een vooraf afgesproken prijs, de zogenaamde uitoefenprijs, te kopen of te verkopen gedurende of aan het eind van een periode (Vlek, 2011). Financiële opties verschaffen inzicht over de waarde van de optie en hoe deze is opgebouwd. In zijn algemeenheid bestaan er in de financiële wereld twee opties: put- en callopties. De putoptie betreft het recht om aandelen dan wel een vermogensobject te mogen verkopen en de calloptie betreft het recht om te kopen tegen een vooraf gestelde prijs gedurende een bepaalde periode (Amerikaanse optie) of aan het eind van een periode (Europese optie) (Vlek, 2011).

Reële opties zijn opties om investeringsbeslissingen al dan niet te nemen. Volgens Hekkenberg en Van der Post (2014) ontstaat zo een bepaalde reactieve flexibiliteit op gewijzigde omstandigheden op het moment dat ze zich voordoen. In het kader van dit onderzoek kan onder gewijzigde omstandigheden worden genoemd dat het woonzorgvastgoed feitelijk op enig moment wordt gebruikt als woning en niet als zorgcentrum of maatschappelijk vastgoed. Binnen de systematiek van het bestemmingsplan valt traditioneel gezien zorgvastgoed onder de bestemming 'maatschappelijk'. Zoals eerder beschreven transformeert het zorgvastgoed de laatste jaren en er ontstaan nieuwe combinaties van wonen met zorg. De vraag is wat de objectieve grens is en welke bestemming nu het meest aansluit bij het feitelijk gebruik van het vastgoed. Uitgangspunt is dat het bestemmingsplan overeen zou moeten komen met het feitelijk gebruik. Wijziging van de bestemming of flexibiliteit van het bestemmingsplan zou in dat geval dan mogelijk moeten zijn (Kok e.a., 2015).

Het doel hierbij is om door middel van deze flexibiliteit de achterliggende waarde van in dit geval woonzorgvastgoed positief te beïnvloeden. De nieuwe omstandigheden moeten mogelijk worden gemaakt door de flexibiliteit van het bestemmingsplan.

Reële opties zijn dus opties om investeringsbeslissingen al dan niet te nemen. *'Zij hebben betrekking op het recht van het management van een project of bedrijf om, via acties en beslissingen, flexibel te*

kunnen reageren op omstandigheden op het moment dat die zich voordoen' (Vlek, 2011, p. 153).

Enkele voorbeelden van reële opties zijn:

- De optie om het project te stoppen en/of te verkopen;
- De optie op uitstel, ofwel het recht om investeringen in een project uit te stellen;
- De optie tot uitbreiding of inkrimping; het creëren van meer of minder volume binnen een project via additionele investeringen of desinvesteringen;
- De optie om de projectscope te vergroten of te verkleinen;
- De optie om een functiewijziging door te voeren.

Volgens Paantjes (2013) is alleen het denken in reële opties al waardevol. De reële optiebenadering leidt ertoe dat de waarde van een in dit geval woonzorglocatie met en zonder de optie van flexibiliteit kan worden vergeleken. Op deze wijze kan worden onderzocht wat de waarde is van deze flexibiliteit. Daarmee wordt gesteld dat de reële optiebenadering niet volgens een vaste wiskundige formule werkt, maar in dit onderzoek als denkrichting kan dienen voor ieder de waardering van een specifieke woonzorglocatie.

De waarde van reële opties wordt bepaald door de relatie tussen flexibiliteit, de waarde om te reageren via opties, en de volatiliteit van de markt (Vlek, 2011, p. 156). Deze volatiliteit geeft een weergave van de onzekerheid en kan gezien worden als een omhoog- of omlaaggaand risico (zie onderstaande figuur), met andere woorden: het risico dat een bepaalde omstandigheid zich voordoet en de waarschijnlijkheid van de ontvangst van nieuwe informatie. De flexibiliteit is de mate waarin reële opties toegepast worden, ofwel het vermogen om te reageren op wijzigende omstandigheden via opties.

Figuur 2.1. Wanneer zijn reële opties waardevol?

Flexibiliteit	groot	bepaalde optiewaarde	hoge optiewaarde
	klein	geen optiewaarde	lage optiewaarde
		Laag	Hoog
		Volatiliteit (onzekerheid)	

Bron: Vlek (2011, p. 156)

Afhankelijk van de flexibiliteit en de volatiliteit worden de projecten gewaardeerd. Bij weinig flexibiliteit en een lage volatiliteit (weinig risico) is er een beperkte toegevoegde waarde van reële opties. Bij een grote flexibiliteit en een hoge volatiliteit kunnen reële opties extra waarde creëren. De figuur laat zien dat de optiewaarde het grootst is als het risicoprofiel groot is, dus wanneer er een grote kans is dat de omstandigheden wijzigen, en wanneer er veel mogelijkheden zijn om bij te sturen, ofwel een grote flexibiliteit. Een hoge mate van volatiliteit vormt de doorslaggevende factor als het gaat om de relevantie van opties (Hekkenberg en Van der Post, 2014). De onzekerheid voor een ander gebruik van woonzorgvastgoed volgens het bestemmingsplan maakt dat deze flexibiliteit relevant is voor dit onderzoek.

Optietheorie

In het theoretisch model wordt nadrukkelijk gekeken naar de optietheorie. Bij een bestemmingswijziging en een daarbij mogelijk flexibel bestemmingsplan wordt feitelijk een optie geïntroduceerd. Daarom wordt in dit onderzoek aangesloten bij de reële optieliteratuur. Reële opties zijn opties om investeringsbeslissingen al dan niet te nemen. Voor de houder ontstaat zo een bepaalde reactieve flexibiliteit om te reageren op wijzigende omstandigheden – nieuwe informatie - op het moment dat ze zich voordoen. Daarbij is het doel de achterliggende waarde positief te beïnvloeden (Hekkenberg en Van der Post, 2014). Het theoretisch raamwerk van reële opties is gebaseerd op theorieën uit de financiële markt maar verschilt daar op een aantal punten van. Op de financiële markten is een optie het recht om een achterliggende waarde tegen een vooraf afgesproken prijs (uitoefenprijs) te kopen (bij een calloptie) of te verkopen (bij een put optie) gedurende of aan het eind van een bepaalde periode (Vlek, 2011, p. 148).

In verschillende onderzoeken is voldoende aangetoond dat reële opties een nuttige bijdrage kunnen leveren aan project- en gebiedsontwikkeling (Hekkenberg, 2011). Daarnaast is ook aangetoond dat de toepassing van flexibiliteit een financiële waarde vertegenwoordigt (Witvoet, 2006). Aansluitend bij de optietheorie geven Barman & Nash (2007) aan dat reële opties waarde toevoegen aan project of belegging door investeerders de flexibiliteit te bieden om risico's te minimaliseren en wanneer de kans daar is, voordeel te nemen bij veranderende omstandigheden. In dit onderzoek wordt gekeken of en op welke wijze deze flexibiliteit van waarde kan zijn op woonzorgvastgoed.

Zoals eerdere aangegeven geeft de DCF-methode één uitkomst en geeft aan wat de verwachte kasstromen zijn rekening houdend met risico's. De DCF-methode houdt derhalve geen rekening met onvoorziene omstandigheden. Binnen de DCF-methodiek heeft flexibiliteit naar verwachting een

invloed op de exit yield: naast de disconteringsvoet heeft de exit yield oftewel de eindwaarde immers een grote invloed op de DCF-berekening. Dit biedt voor dit onderzoek een aanknopingspunt: hier wordt immers hypothetisch verondersteld dat de flexibiliteit van het bestemmingsplan een positief effect heeft op de waarde van woonzorgvastgoed. In de DCF-benadering wordt rekening gehouden met risico in de relatie tussen de verwachte kasstromen, de disconteringsvoet en de eindwaarde en geeft hiervoor één waarde. De invloed van de flexibiliteit van het bestemmingsplan kan worden onderzocht met de reële optietheorie: in de reële optietheorie wordt risico in de kasstromen en waardeontwikkeling veronderstelt en worden opties gewaardeerd die beschikbaar zijn om op gebeurtenissen te reageren. De onzekerheid rondom flexibiliteit kan hierin worden gewaardeerd.

De praktijk is dat er in dit geval meerdere DCF-berekeningen worden gemaakt om aan te tonen wat het basisscenario is en wat uitkomsten kunnen zijn van andere scenario's. Dit kan leiden tot onderwaardering van objecten omdat de investeerder risico's moet meenemen in de disconteringsvoet. Om dit probleem te ondervangen worden bij de waardering van reële opties de Real Option Analysis (ROA) en Decision Tree Analysis (DTA) gebruikt (Vlek, 2011). ROA gaat uit van een bandbreedte van mogelijke uitkomsten en DTA beschouwt een bepaalde set van uitkomsten waarbij aan elke uitkomst een kans is toegekend. Vlek stelt dat deze reële optie waarderingsmethoden hierdoor geschikter zijn om vastgoedprojecten/ - objecten te waarderen omdat deze methoden de mogelijkheid hebben flexibel op onzekerheden te reageren. Het zijn geen vervangende methoden voor de DCF-methode, maar moeten juist worden gezien als belangrijke toevoegingen aan de DCF-methode.

2.5. Relatie tussen zekerheid en flexibiliteit

De in dit hoofdstuk beschreven theoretische kaders hebben betrekking op risico's bij het waarderen van vastgoed en over het omgaan met onzekerheden in de toekomst. Als het waarderen van woonzorgvastgoed wordt gezien als een transactie, wordt de mate van efficiëntie van een transactie bepaald door de mate van zekerheid. De onzekerheid wordt veroorzaakt door lange tijdshorizon en leidt tot een behoefte aan flexibiliteit. Hierdoor ontstaat er binnen de waardering of transactie een spanningsveld tussen zekerheid en flexibiliteit. In deze paragraaf wordt deze relatie beschreven.

Een gebrek aan zekerheid geeft een situatie waarin de toekomstige uitkomst van een project onzeker is. Naarmate een project vordert neemt de onzekerheid steeds verder af. Een grote mate van onzekerheid betekent ook een grotere mate van risico (Gehner, 2003, p. 1). Het tegenovergestelde

betreft juist een relatief grote zekerheid. Hierdoor zijn er minder risico's en ontstaat de mogelijkheid tot een betere risicobeheersing. Het risicoprofiel wordt in deze situatie beter, met andere woorden, er wordt minder risico gelopen doordat er meer zekerheid is. Dit leidt vervolgens tot een hogere transactieprijs c.q. waardering.

Volgens de transactiekostentheorie kunnen instituties zoals het bestemmingsplan de gewenste zekerheid bieden bij transacties (Hekkenberg, 2011). Instituties als wet- en regelgeving bieden algemene zekerheden. Daarnaast zorgen instituties door het bieden van zekerheid voor lagere transactie- en proceskosten dat leidt tot een hogere waarde. Het nadeel van zekerheid is dat het een beperking van de flexibiliteit kan betekenen. Zekerheden beperken de toekomstige uitkomsten van een keuze en beperken de mogelijkheden voor bijsturing aan wijzigende omstandigheden.

Flexibiliteit zorgt voor de mogelijkheid om te gaan met wijzigende omstandigheden.

Bij woonzorgvastgoed is het niet voldoende objectief duidelijk wanneer er sprake is van de mogelijkheid om woonzorgvastgoed onder de bestemming wonen of onder de bestemming maatschappelijk te realiseren. Kok e.a. (2015) stellen dat het bestemmingsplan/ de ruimtelijke ordening knelpunten oplevert bij plannen voor woonzorgvastgoed zowel nu als in de toekomst. Het is namelijk de vraag of het (gewenste) gebruik in overeenstemming is met de bestemming. Voor het antwoord hierop, zo blijkt uit de jurisprudentie, moet worden bepaald of er sprake is van 'niet nagenoeg zelfstandige bewoning'. Het blijkt echter moeilijk hiervoor een objectieve grens aan te geven met de bestemming 'wonen'. Het ontbreken van deze objectieve lijn zorgt ervoor dat woonzorgvastgoed nu in Nederland onder verschillende bestemmingen wordt gerealiseerd.

Door de verschillende ontwikkelingen rondom woonzorgvastgoed zoals in het vorige hoofdstuk beschreven, leidt dit tot een mate van onzekerheid: flexibiliteit lijkt hierdoor gewenst. Een dubbele of gemengde bestemming van 'wonen' en 'maatschappelijk' kan hiervoor deze flexibiliteit bieden. In relatie tot de transactiekostentheorie wordt deze flexibiliteit gewaardeerd omdat het financieel vrijwel altijd meer oplevert. Plannen kunnen sneller worden bijgesteld waardoor hogere risico's gelopen kunnen worden (Jones & Ostroy, 1984).

Binnen de ruimtelijke ordening is er ook discussie over de flexibiliteit van bestemmingsplannen tussen hoogleraren. Zo pleit Needham (2004) voor strikte handhaving van de bestemmingsplanregels. Hij geeft aan dat dit met het oog op zekerheid van het marktverkeer de nadruk hierop van groot belang is. Zo lang de regels duidelijk zijn, ze worden gehandhaafd en niet worden gewijzigd, bestaat er zekerheid over wat er wel en niet mag. Needham stelt dat deze zekerheid van grote waarde is en hij pleit voor een strenger stelsel c.q. strenger hanteren van de regels. Door deze zekerheid kan de markt normaal functioneren. Op het moment dat een overheid

flexibiliteit introduceert kan er onduidelijkheid ontstaan. In relatie tot het bestemmingsplan geeft Needham (2004) aan dat het bestemmingsplan er is om de burger rechtszekerheid te bieden. Dat werkt in twee richtingen: hij krijgt zekerheid over wat hij met zijn eigen grond of bouwwerk mag doen en ook wat andere grondeigenaren/- gebruikers met hun grond of bouwwerken mogen doen.

Er ontstaat dus volgens Needham een voorspelbaar investeringskader. Spit en Fokkema (2004) nuanceren de stellingname van Needham. Zij geven aan dat de betrokken actoren, (lees de gemeenten), de wet- en regelgeving niet voor niks 'flexibel' willen hanteren, daar hebben zij gegronde redenen voor. Zij stellen dat de praktijk weerbarstiger blijkt dan de strengere 'leer' die Needham voorstelt. Naast het streng hanteren van de regelgeving tast het ook rechten aan van partijen die willen ontwikkelen volgens Spit en Fokkema (2004). Strengere regels of het strenger handhaven hiervan zal volgens de auteurs een rem zetten op het slagvaardig ontwikkelen van ruimtelijke plannen. Dit kan ook worden gezegd bij het herontwikkelen van woonzorgvastgoedlocaties: dit zou moeten plaatsvinden onder de meest passende bestemming. In deze discussie tussen hoogleraren in de ruimtelijke ordening gaat de discussie onder meer over het globale bestemmingsplan. De discussie zou in het kader van dit onderzoek niet moeten gaan over globale of minder globale bestemmingsplannen, maar juist over de meest passende bestemming. Hiervoor wordt ook gepleit in het onderzoek van Kok (2015). Het gaat daarbij niet zozeer om de flexibiliteit in te perken, maar juist om de flexibiliteit te benoemen en een plek te geven in het bestemmingsplan. De meest passende bestemming kan wonen zijn of maatschappelijk of een combinatie van deze twee.

Het nadeel van flexibiliteit is in theorie dat zekerheid ontbreekt over het eindproduct. In het geval van de dubbele bestemming leidt het tot zekerheid voor twee mogelijke scenario's die beter aan lijken te sluiten bij wijzigende omstandigheden. Een ander nadeel dat voortkomt uit de transactiekostentheorie is dat een gebrek aan zekerheid tot hogere transactiekosten leidt. De transactiekosten zijn weliswaar hoger omdat er voor twee scenario's/mogelijkheden noodzakelijk onderzoek moet worden gedaan in het kader van het bestemmingsplan. Dit kan leiden tot een meer complex proces bij de totstandkoming van een bestemmingsplan.

Binnen een transactie is zowel behoefte aan zekerheid als aan flexibiliteit. Er is behoefte aan zekerheid omdat investeerders in woonzorgvastgoed vooraf willen weten waar ze aan toe zijn om de risico's te kunnen inschatten. Daarnaast is er behoefte aan flexibiliteit zodat er de mogelijkheid bestaat om bij te sturen bij wijzigende omstandigheden zodat kan worden ingespeeld op de behoefte aan woonzorgvastgoed waarbij een flexibel bestemmingsplan de mogelijkheid biedt om geschikt

woonzorgvastgoed te realiseren ongeacht of de bestemming wonen of maatschappelijk is. Omdat behoefte bestaat aan beide elementen ontstaat een spanningsveld. Steeds opnieuw zal bepaald moeten worden welke risico's acceptabel zijn, welke onzekerheid daarmee geaccepteerd wordt en welke ruimte er is voor flexibiliteit.

2.6. Conclusie

De in dit hoofdstuk gepresenteerde theorieën hebben betrekking op omgaan met onzekerheid en de relatie tussen waarde en flexibiliteit.

De DCF-methodiek geeft de waarde weer op basis van verwachte kasstromen en vertaalt risico's in de ingerekende opslagen boven op een risicovrij rendement. De DCF-methodiek houdt op deze manier geen rekening met onvoorziene omstandigheden maar vertaalt dit in risico-opslagen (CAPM-methode). De DCF-methodiek biedt wel de mogelijkheid om een onvoorziene omstandigheid te vertalen in meerdere berekeningen/scenario's. Op deze wijze kan worden gekeken naar de flexibiliteit van het bestemmingsplan:

1. Wat is de uitkomst van een DCF-berekening bij het basisscenario van het realiseren van woonzorgvastgoed onder de bestemming 'maatschappelijk', en
2. Wat is de uitkomst van een DCF-berekening als het bestemmingsplan de mogelijkheid biedt om woonzorgvastgoed te realiseren onder de bestemming 'wonen' of 'maatschappelijk'.

Belangrijke variabelen in deze berekeningen zijn de risico-opslagen die in dit onderzoek worden beperkt door het vastgoedcategorierisico en het objectrisico en de restwaarde oftewel de Exit Yield die van invloed is op de DCF-waardering.

Omdat de DCF-methode geen rekening houdt met onvoorziene omstandigheden, kan dit tot een hoger risicoprofiel leiden en daarmee tot een onderwaardering van woonzorgobjecten omdat er wellicht een hogere risico-opslag wordt meegenomen in de disconteringsvoet.

Om dit probleem te ondervangen kan woonzorgvastgoed worden gewaardeerd via reële opties. De reële opties analyse gaat uit van een bandbreedte van mogelijke uitkomsten en de zogenaamde Decision Tree Analysis (Vlek, 2011) beschouwt een bepaalde set van uitkomsten waarbij aan elke uitkomst een kans is toegekend. Hekkenberg en Van der Post (2014) geven aan dat deze reële optie waarderingmethoden daardoor een meer geschikt instrumentarium zijn om vastgoedprojecten te waarderen omdat deze methoden juist wel de mogelijkheid bieden om flexibel op onzekerheden te reageren. Er wordt gesteld dat de reële optiemethoden geen vervangende methoden zijn voor de DCF-methodiek, maar een belangrijke toevoeging kunnen vormen voor de DCF-methodiek.

In dit onderzoek worden daarom de reële optiemethoden gezien als aanvulling op de DCF-methodiek. Er wordt in het praktijkdeel onderzoek gedaan naar de relatie tussen flexibiliteit en waarde via de via de DCF-methodiek waarbij nadrukkelijk wordt gekeken naar de risico-opslagen en de eindwaarde/ exit yield. Daarbij wordt de reële optie benadering als denkrichting in dit onderzoek gezien voor de waardering van woonzorgvastgoed: het basisscenario daarbij is de waarde van woonzorgvastgoed onder de bestemming 'maatschappelijk' waarbij de mogelijkheid van het waarderen van woonzorgvastgoed onder de bestemmingen van zowel 'wonen' als 'maatschappelijk' als optie wordt gezien.

Dit onderzoek is nadrukkelijk gericht op het verschil in waarde van woonzorgvastgoed tussen twee bestemmingsplanscenario's. Het wil inzicht verkrijgen in de mate waarin er verschil in waarde optreedt indien woonzorgvastgoed onder verschillende bestemmingen wordt gerealiseerd.

3. Praktijk

In dit hoofdstuk wordt het praktijkdeel van dit onderzoek uiteengezet. Er wordt beschreven op welke wijze data is verzameld en welke casus ten grondslag ligt aan dit onderzoek. In bijlage 1 is het model opgenomen dat als basis heeft gediend voor het verzamelen van de data voor dit onderzoek. In bijlage 2 is een lijst opgenomen van de partijen waar de deskundigen werkzaam zijn die hebben meegewerkt aan dit onderzoek.

3.1. Methode van onderzoek

Voor het verzamelen van data is in dit onderzoek gebruik gemaakt van een enquête in de vorm van een Excel-model. Hierin is een Discounted Cashflow Model (DCF) van een fictief woonzorggebouw opgesteld. Er is gekozen voor een DCF-model omdat deze volgens het Platform van Taxateurs en Accountants (PTA, 2014) leidend zouden moeten zijn bij het opstellen van taxaties. Door middel van een digitale enquête is het onderzoek verricht onder 34 vastgoeddeskundigen. Aan de deskundigen is gevraagd naar de opbouw van de zogenaamde disconteringsvoet en naar de exit yield voor wat betreft twee scenario's waarbij het gebouw onder de bestemming 'maatschappelijk' of onder de bestemming 'wonen en/of maatschappelijk' wordt gerealiseerd.

In dit hoofdstuk wordt de keuze voor de methodiek uiteengezet, wordt de fictieve casus beschreven en ook de uitgangspunten voor de DCF-berekening. Ook wordt beschreven welke type deskundigen hebben meegewerkt aan dit onderzoek.

Er is bewust gekozen voor het onderzoeken van één casus. De voor- en nadelen van de methode via een zogenaamde casus of casestudie worden beschreven door Swanborn (1994). Hij stelt dat het gebruik van casestudies een goede manier van dataverzameling is waarbij duidelijk moet worden gemaakt dat (a) er zorgvuldig vooraf verantwoord moet worden welke problemen men ermee wil oplossen en/of welke vragen moeten worden beantwoord, en (b) het achteraf verantwoord moet worden in hoeverre dat is gelukt. Hij refereert in zijn onderzoek naar het gebruik van casus met name aan een eventuele onduidelijkheid over de probleemstelling. Hij stelt dat hierin het risico schuilt dat deze zich manifesteert in het ontwerpen van de casestudie.

Hiermee rekening houdend is de in dit onderzoek gebruikte casus of casestudie opgebouwd: het inzichtelijk maken van de mate van invloed van het bestemmingsplan op de waarde componenten risico-opslag en exit yield komt expliciet terug in zowel de casestudie als de vraagstelling van dit onderzoek.

Op de vraag of er één of meerdere casus moeten worden meegenomen in het onderzoek hebben onder meer Swanborn (1994) en Yin (1994) onderzoek gedaan. Beide auteurs geven aan dat er nu eenmaal vrijwel nimmer voldoende cases te onderzoeken zijn om betrouwbare conclusies over het bedoelde domein van een? casus te formuleren. Volgens Yin moeten we casus niet als onderzoekseenheden beschouwen, maar in plaats daarvan, een casestudie zien als een experiment in de traditie van de laboratoriumpsychologie: het onderzoek dient om een theorie te toetsen. Indien het gaat om de vraag om de verschillen te ontdekken of dat er een theoretische veronderstelling wordt getoetst kan dan ook worden volstaan met één case. Yin (2013) geeft ook aan dat een case kan worden gezien als een zogenaamde single of pilot case. Hij stelt dat door het gebruik van een zogenaamde single of pilot case de kansen voor informatievervalsing en verder onderzoek zullen volgens toenemen.

De validiteit van de casestudie resultaten wordt vergroot door datatriangulatie (Baarda, 2009) door de uitkomsten van het kwantitatieve onderzoek voor te leggen aan enkele experts.

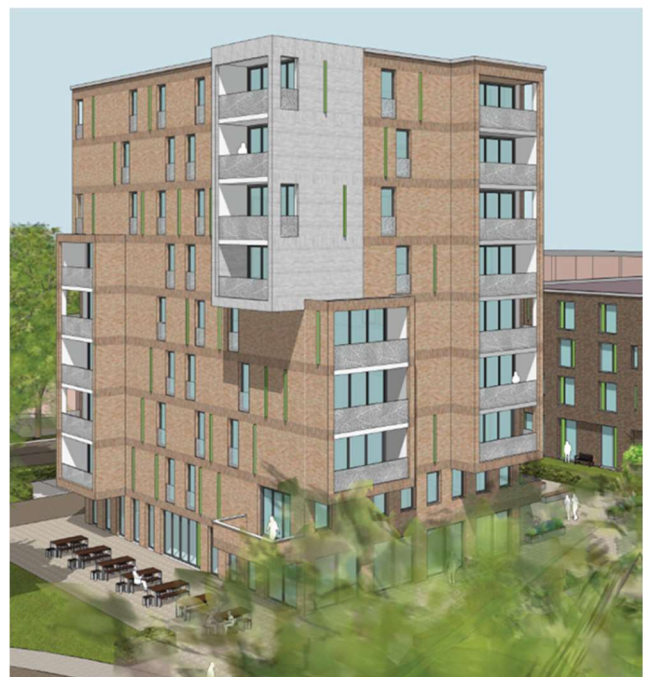
Er is dan ook bewust gekozen voor één fictieve casus van een te realiseren woonzorggebouw. In dit onderzoek gaat het erom inzicht te verschaffen in de verschillen in waarde van woonzorgvastgoed in relatie tot de bestemming. Om de andere factoren zoveel te neutraliseren is gekozen voor één casus waarbij alle overige factoren die van invloed zijn op de waarde gelijk te zetten in beide scenario's. Daarom wordt één casus diepgaand geanalyseerd.

De casus of casestudie wordt in dit hoofdstuk samengevat. In bijlage 1 is de uitvraag van de casestudie aan de vastgoeddeskundigen opgenomen.

Casus Woonzorgvastgoed

De casus betreft een nieuwbouwproject dat bij het schrijven van dit onderzoek in ontwikkeling is (zie afbeelding 3.1). Het betreft derhalve een real-life casus en deze wordt als representatief gezien voor woonzorgvastgoed dat als courant vastgoed wordt gerealiseerd: de te realiseren appartementen worden individueel verhuurd als woning en er is een zorginstelling betrokken als leverancier van zorg in de te realiseren appartementen. Dit onderzoek richt zich specifiek op het vastgoedrisico c.q. de

Afbeelding 3.1 Impressie woonzorggebouw



bestemming van woonzorgvastgoed in relatie tot de waarde. Het gaat om inzicht verkrijgen in het waardeverschil. Er wordt nu geen meerwaarde gezien om dit voor meerdere casus te doen, omdat hierdoor de kans groter wordt dat er minder focus wordt gelegd op het vastgoedrisico. In dat geval worden de verschillen tussen de casus ook onderdeel van het onderzoek.

Het fictieve maar real-life gebouw is opgenomen in bijlage 3. Het betreft een nieuwbouwproject gelegen in Amersfoort in het Leusderkwartier: dit is een gevarieerde wijk wat betreft de woningvoorraad en de wijk is geliefd door de ligging en zijn gevarieerde bouw met veel grondgebonden woningen². Het betreft een gebouw met 36 appartementen die zijn gelegen op acht woonverdiepingen. De appartementen zijn twee- of driekamerappartementen. In het DCF-model is gerekend met een gemiddelde omvang van 70 m² gebruiksoppervlak. Het gebouw is gelegen nabij zorg- en winkelveorzieningen. Deze voorzieningen zijn in de casus niet nader gedefinieerd. Uitgangspunt is dat in beide scenario's voldoende vraag is naar deze woningen.

Risico-inschatting vs. waarde

Zoals in hoofdstuk 1 aangegeven worden verschillende risico's gezien rond het investeren in zorgvastgoed. Er zijn vier risico-categorieën aangegeven, te weten: politiek-, partner, beleggersmarkt- en vastgoedmarktrisico. Al deze risico's hebben invloed op de waarde van zorgvastgoed.

In de opbouw van de disconteringsvoet kan voor deze risico's een risico-opslag worden aangegeven in dit onderzoek. Nadrukkelijk staat echter het vastgoedmarktrisico centraal in dit onderzoek omdat dit onderwerp actueel is rond transacties van zorgvastgoed, het in strijd lijkt met het daadwerkelijk gebruik van de locaties en het extra belemmerend kan werken bij het initiëren, ontwikkelen en /of transformeren van woonzorglocaties terwijl er een manifeste behoefte is naar dit type vastgoed. Om de overige factoren die van invloed kunnen zijn op de waarde van het vastgoed uit te sluiten c.q. er tussen de beide scenario's geen verschil in te laten zijn en de focus derhalve zoveel mogelijk te leggen op het vastgoedmarktrisico, is bij de uitvraag van de enquête/ het DCF-model aangegeven aan welke overige uitgangspunten de fictieve casus voldoet, te weten:

Huur: uitgangspunt is dat de woningen individueel worden verhuurd in beide scenario's. Het zijn vrijesectorwoningen met een markthuur/ maandhuur van € 750,-: de woningen worden verhuurd boven de huurliberalisatie grens, er is geen verhuurdersheffing van toepassing.

² Bron: Bestemmingsplan Leusderkwartier, 2008, gemeente Amersfoort

Eigen grond: uitgangspunt in het model is dat het om grond in volledig eigendom gaat.

Risico-opslagen: in het onderzoek kunnen risico-opslagen worden ingevuld door de deskundigen conform aanbeveling 12 van de Good Practices van het Platform Taxateurs en Accountants (PTA, 2014, p. 28-31). In de enquête/DCF-model is hiervoor een toelichting opgenomen.

Risicovrij rendement: er bestaat een discussie over de wijze waarop de disconteringsvoet wordt bepaald binnen de DCF-methodiek (PTA, 2014 en Van Gool, 2015). Deze discussie speelt zich voor een groot deel af op de vraag hoe het risicovrije rendement moet worden bepaald. Voor de uitkomsten van dit onderzoek is deze discussie niet relevant: het gaat in dit onderzoek niet om de daadwerkelijke waardebepaling, maar juist om de verschillen in waarde en risico-inschatting tussen de twee beschreven scenario's. Juist bij de stapelmethode die wordt gebruikt bij de DCF-methode wordt in dit onderzoek juist de nadruk gelegd op de verschillen in risico-opslagen binnen de disconteringsvoet en op de exit yield. De hoogte van het risicovrije rendement is op 2,1% gezet in het model. Gelet op de huidige rentestand/kapitaalmarktrente (obligaties/staatsleningen) kan dit wellicht lager. Er is hier voor 2,1% gekozen omdat het dit beter aansluit bij de verwachte lange termijn kapitaalmarktrenteontwikkeling.

Beschouwingstermijn: de beschouwingstermijn is in dit model op 15 jaar gezet. Er is een 15-jarige kasstroom opgenomen

Effecten ouderdom: Voor het bepalen van de exit yield is het ouderdomseffect relevant (PTA, 2014). Hiervoor is gekozen om na 10 jaar een kostenpost groot onderhoud op te nemen in het DCF-model.

Bijzondere omstandigheden: er is aangegeven dat er geen verdere bijzondere omstandigheden zijn (geen vervuiling en gevaarlijke stoffen, milieukwesties etc.)

Parkeren op maaiveld: uitgangspunt is dat er voldoende parkeergelegenheid is/wordt gerealiseerd op maaiveld, er is geen parkeerregime van toepassing.

3.2. Enquête/DCF-model

In de enquête/ DCF-model is aan deskundigen expliciet gevraagd naar de opbouw van de disconteringsvoet en naar de exit yield voor twee scenario's.

In de enquête is aansluiting gezocht bij de opbouw van de disconteringsvoet volgens de aanbeveling van het PTA (zie afbeelding 3.2). Deze opbouw sluit ook aan bij de indeling van risico-opslagen volgens Osinga (2000) en Lusht (2001).

In het DCF-model is het noodzakelijk om de risico-opslagen bovenop het risicovrije rendement in te vullen voor onderstaande categorieën:

- Vastgoedcategorie (winkels, woningen, kantoren, etc.).

- Locatie specifieke opslagen (bereikbaarheid, toegankelijkheid, voorzieningenniveau etc.)
- Objectspecifieke opslagen (specifieke kenmerken aan het object_.

In de vastgoedcategorie is naast het type vastgoed in dit onderzoek ook de bestemming volgens het bestemmingsplan relevant. Locatie specifieke opslagen hebben betrekking op onder meer het voorzieningenniveau, de uitstraling van de locatie, de toegankelijkheid/ontsluiting etc. Onder object specifieke opslagen wordt onder meer verstaan de kwaliteit van de huurder (bij exploitatie gebonden vastgoed, dit is niet van toepassing in deze casus) en bijvoorbeeld de kwaliteit van het object. Dit is in deze casus ook buiten beschouwing gelaten omdat in beide scenario's direct aan de eindgebruiker (individuele huurder) wordt verhuurd. Bij de discussie over het waarderen van zorgvastgoed speelt dit risico een belangrijke rol indien er sprake is van complexgewijze verhuur c.q. verhuur van het gehele complex aan bijvoorbeeld een zorginstelling.

Het risicovrije rendement is in het model reeds aangegeven zodat een disconteringsvoet wordt berekend op basis van de risico-inschatting van de deskundigen.

Tevens is aan de deskundigen gevraagd om voor de twee scenario's een exit yield in te vullen. De exit yield betreft de eindwaarde van het vastgoed. De eindwaarde wordt als exit yield bepaald door de kasstromen in het eerste jaar na de beschouwingsperiode/exploitatieperiode contant te maken tegen de exit yield (Van Gool, 2013).

Afbeelding 3.2 Voorbeeld Opbouw Disconteringsvoet

	Kwalitatieve bijdrage	Kwantitatieve bijdrage
Risicovrije obligatierente genomen bij een looptijd van 10 jaar	+	3,75
Risico-opslag vastgoedcategorie kantoren	+	2,00
Locatiespecifieke opslagen		1,50
Toegankelijkheid	+	
Voorzieningenniveau,	-	
Locatiepotentieel,	+	
Uitstraling van de locatie en	+	
Positie van het object in de omgeving.	-	
Objectspecifieke opslagen		0,75
Inhoud van het object	+	
Kwaliteit huurder	-	
Looptijd contract.	+	
Disconteringsvoet		8,00

Bron: PTA, 2014

In de enquête/ DCF-model is naar deze input gevraagd voor twee scenario's:

1. Scenario bestemming maatschappelijk
2. Scenario bestemming wonen en/of maatschappelijk

Ad 1: Scenario bestemming maatschappelijk

Binnen de systematiek voor het bestemmingsplan valt een 'zorginstelling' onder de bestemming 'maatschappelijk' (Kok e.a., 2015). Onder de bestemming maatschappelijk is het mogelijk de volgende voorzieningen planologisch mogelijk te maken:

- Educatieve voorzieningen: o.a. scholen;
- Levensbeschouwelijke voorzieningen: o.a. kerken/ gebedshuizen;
- Medische en sociaal-medische voorzieningen: o.a. huisartsenpost, verpleeghuizen;
- Sociaal-culturele voorzieningen: o.a. buurthuizen;
- Sportvoorzieningen: sporthallen, sportvelden.

In dit scenario is de fictieve casus van het woonzorgvastgoed in het bestemmingsplan mogelijk gemaakt onder de bestemming 'maatschappelijk'.

Ad 2: Scenario bestemming wonen en/of maatschappelijk

In dit scenario wordt dezelfde fictieve casus van het woonzorgvastgoed in het bestemmingsplan mogelijk gemaakt onder de bestemming 'wonen' dan wel de gemengde bestemming 'wonen en/of maatschappelijk'. Onder deze bestemming kan de locatie/gebouw worden gebruikt als 'wonen'.

Gelet op de eerder aangehaalde discussie omtrent het veranderende gebruik van zorglocaties door het scheiden van wonen en zorg lijkt het gebruik meer richting 'wonen' te gaan in plaats van dat het wordt gebruikt volgens de bestemming 'maatschappelijk'. Het planologisch spanningsveld wordt onder meer uiteengezet in de studie van Kok e.a. (2015, p.8): *'...tot welke mate van zorg valt het gebruik van een gebouw nog onder de bestemming 'maatschappelijk' en wanneer verandert het gebruik van het gebouw zodanig dat dit komt te vallen onder de bestemming 'wonen'?*

Uit het praktijkdeel van het onderzoek blijkt dit volgens verschillende deskundigen een actueel onderwerp bij transacties van zorgvastgoed, bij het initiëren dan wel ontwikkelen van nieuwe woonzorgvastgoedlocaties of het transformeren van deze locaties.

Wet- en regelgeving stelt regels over de vorming en inrichting van bestemmingsplannen. Deze regels zijn geconcretiseerd in de Standaard Vergelijkbare Bestemmingsplannen 2012³. SVBP 2012 benoemt de hoofdgroepen voor bestemmingen zodat er eenduidigheid is in de naamgeving van bestemmingen. Deze hoofdgroepen zijn bindend en limitatief. Voorbeelden daarvan zijn: Centrum, Detailhandel, Gemengd, Maatschappelijk, Wonen, Overig. Ook is het mogelijk om binnen de hoofdgroepen een nadere specificatie aan te duiden, deze is ook beschreven in SVBP 2012. Ook is het mogelijk specificatie in functieaanduiding aan te geven in het bestemmingsplan: dit wordt gebruikt de gebruiksmogelijkheden nader te specificeren. Voor een nader overzicht hiervan wordt verwezen naar SVBP 2012 en de studie van Kok e.a. (2015). Voor dit onderzoek is het van belang aan te geven dat ook de term 'zorgwoning' als functieaanduiding kan worden aangegeven. Er kan hierdoor worden aangegeven dat bijvoorbeeld bepaalde functies zijn toegestaan of juist zijn uitgesloten.

3.3. Deskundigen/ betrokken partijen

De enquête is verricht onder verschillende vastgoeddeskundigen. De geënquêteerden kunnen worden onderverdeeld in drie typen:

- NRVV-taxateurs
- Vastgoedconsultants
- Real Estate Valuation-studenten ASRE

Taxateurs

Taxateurs voeren objectief en onafhankelijke vastgoedwaarderingen uit. Geregistreerde/erkende taxateurs handelen op basis van erkende regels en richtlijnen. De geënquêteerden zijn geregistreerd als register-taxateur bij het NRVV. Met ingang van 1 oktober 2015 is het Nederlands Register Vastgoed Taxateurs gestart met de registratie van de vastgoedtaxateurs. Taxateurs geregistreerd bij het NRVV voeren de titel Register-Taxateur, RT. Deze titel betekent een kwaliteitswaarborg en garandeert dat de taxateur de internationale standaarden hanteert (EVS/IVS) en de gedrags- en beroepsregels van het NRVV.

³ De Standaard Vergelijkbare Bestemmingsplannen 2012 bevat de normen die van toepassing zijn op de vormgeving en inrichting van bestemmingsplannen, inpassingsplannen en rijksbestemmingsplannen, met het doel om deze op vergelijkbare wijze op te bouwen en weer te geven.

Vastgoedconsultants

De geëncquêeerde consultants hebben allen ruimte ervaring op het gebied wonen en zorg. Het betreft consultants met deskundigheid op onder meer financiën en ontwikkeling van vastgoed en zorgvastgoedtaxaties.

Real Estate Valuation

Via de Amsterdam School of Real Estate is het model verspreid onder studenten die de opleiding Real Estate Valuation hebben afgerond. Deze opleiding maakt deel uit van de opleiding Master of Science in Real Estate en biedt inzicht in de context en principes van het waarderen van vastgoed en het veranderende taxatielandschap. Het toepassen van meerdere waarderingmethoden binnen de kaders gesteld door International Valuation Standards (IVS) en European Standards (EVS) staat centraal in deze opleiding. Deze opleiding is bedoeld voor vastgoedprofessionals met werkervaring in vastgoedwaarderingsvraagstukken en vereist daarnaast een relevante wo vooropleiding of een hbo-vooropleiding met een toelatingstoets. Daarmee is de relevantie en kwaliteit van de studenten geborgd.

3.4. Alternatieve onderzoeksmogelijkheden

Zoals in het eerste hoofdstuk aangegeven betreft dit een kwantitatief verkennend onderzoek waarbij de resultaten van het onderzoek worden voorgelegd aan een aantal deskundigen. Er is bewust voor deze methodiek gekozen omdat er nog zeer beperkt inzicht is in de risicoverschillen rond de waardering van woonzorgvastgoed. Eerder is ook reeds aangegeven dat er nog nauwelijks referentietransacties beschikbaar zijn: deze worden juist door de taxateurs gebruikt bij het opstellen van een taxatie maar zijn nog beperkt in vergelijking met andere vastgoedcategorieën (Syntrus Achmea & CBRE, 2016). Er is dus nog onvoldoende ‘market-evidence’ en hierdoor ontstaat een vorm van onduidelijkheid hetgeen kan leiden tot hogere risico-opslagen.

Om deze onduidelijkheid en het gebrek aan voldoende transactieregisters te weg te nemen zijn er verschillende initiatieven. Zo bestaat al geruime tijd de IPD-vastgoedindex⁴. Deze meet de rendementen op directe vastgoedbeleggingen. De database van de IPD Vastgoedindex bevat een uitgebreid overzicht van vastgoedtransacties. De IPD heeft in Nederland echter geen benchmark voor zorgvastgoed.

⁴ Zie voor publicatie en nadere informatie www.msci.com

Het College Sanering publiceert transacties van zorgvastgoed maar geeft hierover geen uitgebreide informatie⁵. Verschillende bedrijven houden door middel van openbare en niet openbare marktinformatie inzake vastgoedtransacties een database bij. Organisaties als CBRE en DTZ Zadelhoff verzamelen onder meer deze informatie en ook het vakblad Vastgoedmarkt houdt een database bij van vastgoedtransacties.

In 2011 is de Stichting Vastgoeddata opgericht (StiVad). Deze Stichting (een initiatief van de Vereniging van Institutionele Beleggers Nederland, IVBN) heeft tot doel tot een goed referentieregister te komen van beleggingstransacties in vastgoed. Het doel daarvan is taxateurs houvast te geven voor hun taxaties. Ook StiVad wil door meer en betere referentietransacties dat taxaties van de marktwaarde beter worden onderbouwd en worden gevalideerd (gecontroleerd). Via StiVad is ook inzicht te verkrijgen in vastgoedtransacties.

Het onderwerp van dit onderzoek kan echter niet of slechts zeer beperkt worden verricht op basis van genoemde databases. Nadelen van het gebruik van deze databases zijn:

- Het beperkt aantal transacties van zorgvastgoed c.q. het ontbreken van transacties in deze vastgoedcategorie
- De databases bieden niet de gevraagde informatie: niet altijd zijn voor dit onderzoek relevante onderzoeksgegevens opgenomen (bestemming, exit yield, risico-opslagen)
- De gegevens hebben betrekking op de daadwerkelijke waarde en niet zozeer op het verschil in waarde tussen wonen en maatschappelijk vastgoed

Op basis van bovenstaande argumenten is bij dit onderzoek geen gebruik gemaakt van genoemde databases en is gekozen voor het opstellen van een kwantitatief verkennend onderzoek.

⁵ Het College Sanering Zorginstellingen houdt in opdracht van de rijksoverheid toezicht op het vervreemden, verhuren van vastgoed. Het merendeel van het werk van het College Sanering Zorginstellingen is gericht op het verlenen van goedkeuring bij transacties rond onroerende zaken (www.collegesanering.nl)

4. Analyse

In dit hoofdstuk wordt antwoord gegeven op de volgende vragen:

- Wat is het verschil in risico-opslag voor wat betreft het vastgoedmarktrisico en wat is het verschil in disconteringsvoet in relatie tot de bestemming van woonzorgvastgoed?
- Welke verschillen in exit yield worden gebruikt in relatie tot de bestemming van woonzorgvastgoed?
- Wat kan de optietheorie bijdragen aan het vergroten of creëren van flexibiliteit in het bestemmingsplan bij het realiseren of transformeren van woonzorgvastgoed?

De resultaten van het onderzoek worden in dit hoofdstuk beschreven en geanalyseerd. Allereerst wordt kort beschreven welk type respondent heeft meegewerkt aan dit onderzoek. Vervolgens worden de vragen beantwoord en wordt per vraag een analyse opgesteld. De visie van een drietal deskundigen op de onderzoek conclusies wordt ook weergegeven.

4.1. Respondenten onderzoek

Aan dit onderzoek hebben ruim 40 vastgoeddeskundigen meegewerkt. Een aantal respondenten heeft het DCF-model gezamenlijk opgesteld en/of heeft dit afgestemd met collega's van dezelfde onderneming. De deskundigen zijn per email en/of telefonisch benaderd om hun medewerking te vragen. In de meeste gevallen is een herinnering gestuurd voor het verlenen van de medewerking. In totaal heeft het uiteindelijk geleid tot 34 volledig ingevulde enquêtes/DCF-modellen. De uiteindelijke respons is 23%. Dit wordt voornamelijk veroorzaakt door de relatief lage respons uit de groep van de Real Estate Valuation studenten. In bijlage 2 is een overzicht opgenomen van de bedrijven waar de deskundigen werkzaam zijn. De respondenten zijn vastgoeddeskundigen op het gebied van vastgoedwaarderingen en/of die minimaal vijf jaar ervaring hebben op het terrein van wonen en zorgvastgoed en daarin betrokken zijn geweest bij vastgoedwaarderingen. Deze deskundigen zijn personen uit het relatienetwerk van de auteur van dit onderzoek. Tevens zijn via de Amsterdam School of Real Estate studenten van de opleiding Real Estate Valuation aangezet om mee te werken aan dit onderzoek.

In tabel 4.1 wordt een overzicht gegeven van het type respondenten en van de respons.

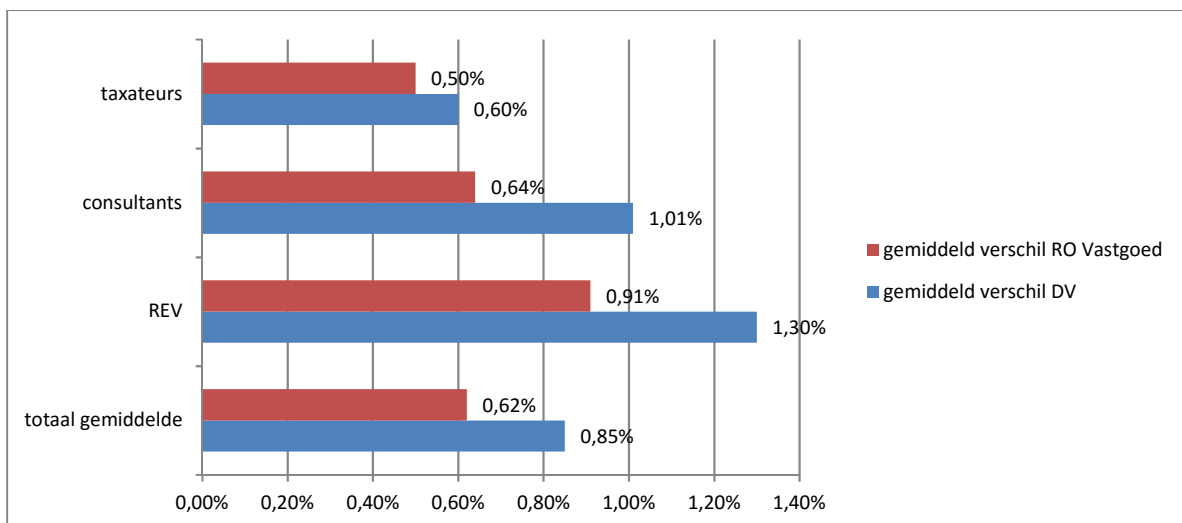
Tabel 4.1 Overzicht respondenten

Respondenten		
Reactie ontvangen	34	23%
Geen reactie ontvangen	114	77%
Subtotaal	148	
Taxateurs	19	56%
REV-taxateurs	8	24%
Consultants/beleggers	7	21%
Ontvangen reacties DCF-modellen	34	

4.2. Het verschil in waarde van de twee scenario's

In grafiek 4.1 zijn de resultaten weergegeven van de enquête. Er worden gemiddelde verschillen weergegeven van de risico opslagen voor vastgoed en de gemiddelde verschillen van de disconteringsvoeten van de scenario's. In het eerste scenario is of wordt het woonzorgvastgoed gerealiseerd onder de bestemming 'maatschappelijk' en bij het tweede scenario is of wordt het gerealiseerd onder de bestemming 'wonen en of maatschappelijk'. In grafiek 4.1 wordt het totaalresultaat weergegeven en de verschillen per groep respondenten worden weergegeven. De risico-opslag voor de vastgoedcategorie is in dit onderzoek gedefinieerd als de bestemmingsplanmogelijkheden.

Grafiek 4.1 Gemiddeld verschil in risico-opslag vastgoed en disconteringsvoet



Uit de resultaten blijkt dat het verschil in risico-opslag inzake het bestemmingsplan gemiddeld een verschil laat zien van 0,62%. Het verschil van de gemiddelde totale disconteringsvoet komt uit 0,85%. Onder de groep taxateurs blijkt het verschil in risico-opslag en verschil in disconteringsvoet het kleinst. Het verschil in risico-opslag vastgoed en in de totale disconteringsvoet is bij de groep Real Estate Valuation het grootst.

Uit de enquête blijkt een gemiddeld verschil in de 'risico-opslag objecten' van 0,23%. Bij het nabellen is gebleken dat de respondenten het verschil in bestemmingsplan in verschillende gevallen mee te nemen in de risico-opslag voor het object. Het totale verschil dat door de bestemming wordt ingerekend is derhalve 0,85%.

De gemiddelde disconteringsvoet voor het scenario waarin het gebouw wordt gerealiseerd onder de bestemming maatschappelijk is 6,43%. De gemiddelde disconteringsvoet voor het scenario waarin het gebouw wordt gerealiseerd onder de bestemming wonen en/of maatschappelijk is 5,58%. Duidelijk is dat door de respondenten het scenario waarin het gebouw onder de bestemming maatschappelijk wordt gerealiseerd als risicovoller wordt gewaardeerd.

Het aandeel van de risico-opslag voor vastgoed is in de totale disconteringsvoet is in beide scenario's nagenoeg gelijk (34,1% vs. 33,2%). Dit kan worden verklaard door het feit dat het uitgangspunt in dit onderzoek is genomen dat in beide scenario's alleen van elkaar verschillen op het gebied van de risico-opslag voor vastgoed/ het bestemmingsplan.

In bijlage 4 worden de standaarddeviaties weergegeven. De standaarddeviatie geeft het resultaat weer van de spreiding van alle reacties.

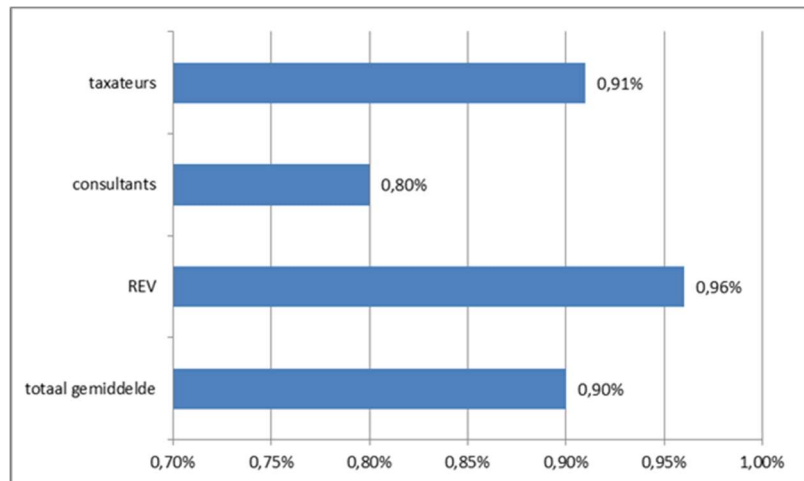
Als antwoord op de vraag wat de invloed is van het vastgoedmarktrisico op de risico-opslag wordt het volgende geconcludeerd: in het scenario waarbij het gebouw wordt gerealiseerd onder de bestemming maatschappelijk ontstaat een hoger gemiddeld verschil van de risico-opslag (gemiddeld verschil van 0,62%). Het totale risico ten aanzien van de bestemming leidt in dit onderzoek tot een hoger totaal gemiddelde verschil in de disconteringsvoet van 0,85%.

Exit Yield

Het andere element dat in dit onderzoek onder het begrip waarde wordt beschouwd is de exit yield of de eindwaarde van het woonzorgvastgoed.

Grafiek 4.2. Gemiddeld verschil in Exit Yield

De respondenten hebben per scenario een exit yield opgenomen in het DCF-model. De uitkomsten zijn weergegeven in grafiek 4.2. Uit het onderzoek blijkt dat het gemiddelde verschil in exit yield van beide scenario's 0,90% is. Wanneer wordt gekeken naar de

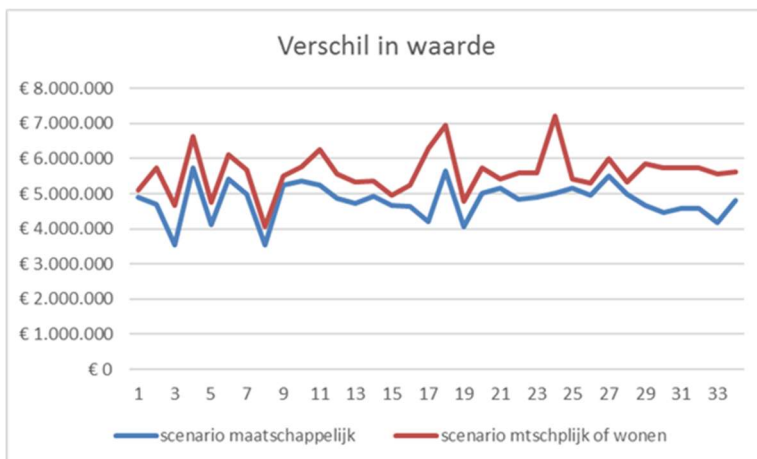


gemiddelden per groep van respondenten blijkt dat de groep taxateurs nagenoeg gelijk aan het totaal gemiddeld verschil scoort. De groep consultants laat een gemiddeld verschil zien van 0,8% terwijl de groep Real Estate Valuation student een gemiddeld verschil laten zien van 0,96%.

In het maatschappelijke scenario wordt gemiddeld een exit yield ingerekend van 7,19% terwijl het andere scenario (bestemming wonen en/ of maatschappelijk) een gemiddelde van 6,29% laat zien.

Waarde

Grafiek 4.3 Verschil in waarde in relatie tot flexibiliteit



De risico-opslag die wordt gerekend voor de flexibiliteit van het bestemmingsplan en de exit yield in het DCF-model hebben invloed op de waarde van het woonzorgvastgoed. Zoals eerder gesteld gaat het in dit geval niet om het verschil in absolute zin, daarvoor is dit onderzoek/ deze

methode niet geschikt, maar juist om het verschil tussen de waarde van het woonzorgvastgoed in relatie tot de mate van flexibiliteit dat het bestemmingsplan biedt. Uit grafiek 4.3 kan worden afgeleid dat de waarde in het scenario wonen (en/of maatschappelijk) in alle enquêtes hoger is.

Geconcludeerd wordt dat de flexibiliteit van het bestemmingsplan leidt tot een hogere waarde van woonzorgvastgoed. In dit onderzoek leidt het tot 17% meer waarde.

4.3. Nadere statistische onderbouwing

Uit de enquêteresultaten blijkt dat er een relatie is tussen waarde van het woonzorgvastgoed en flexibiliteit van het bestemmingsplan. Dit uit zich in een verschil tussen de risico-opslagen voor het vastgoed c.q. flexibiliteit van het bestemmingsplan en in een verschil tussen de exit yields. Dit is aangetoond door de beschrijvende statistiek waaronder de gemiddelden en de standaarddeviaties. De conclusie is dat op basis van de enquête dat flexibiliteit van het bestemmingsplan leidt tot een hogere waarde van het woonzorgvastgoed. Het scenario waarin woonzorgvastgoed onder de bestemming wonen en/of maatschappelijk wordt gerealiseerd leidt tot een hogere waarde.

In deze paragraaf worden de resultaten nader statistisch bekeken. Er wordt gekeken in hoeverre de er een verband is tussen de risico-opslagen en de exit yields in beide scenario's.

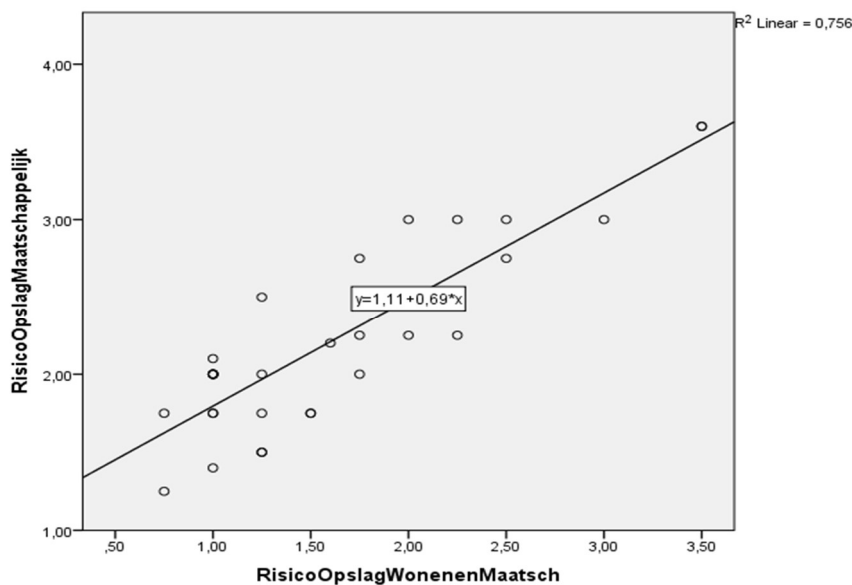
Samenhang tussen risico-opslagen en exit yield

In onderstaande spreidingsdiagrammen wordt aangetoond in hoeverre de twee waarden (per geënquêteerde) met elkaar samenhangen. 'Een spreidingsdiagram is een grafiek die het verband tussen twee numerieke variabelen weergeeft in een puntenwolk' (Baarda e.a. 2014, p. 127).

In dit onderzoek wordt een relatie verwacht tussen waarde en flexibiliteit. Dit laat zich in dit onderzoek zien doordat waarde in twee componenten uiteenvalt: de risico-opslag en de exit yield. Deze verschillen in de twee scenario's waarbij het bestemmingsplan of 'maatschappelijk' is of 'wonen en maatschappelijk'. Er wordt gekeken in hoeverre er een samenhang is tussen de risico-opslagen en exit yields bij de twee scenario's.

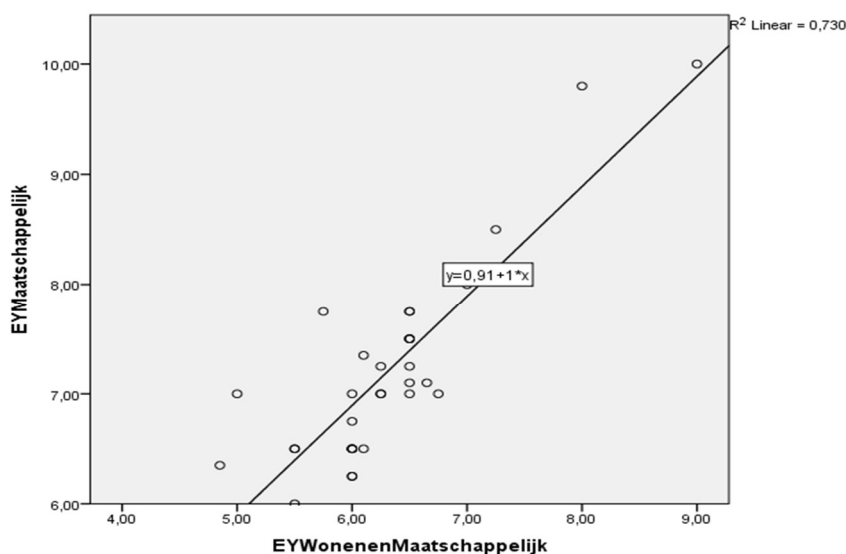
In grafiek 4.4 wordt de samenhang grafisch weergegeven tussen de risico-opslagen volgens het scenario 'maatschappelijk' en het scenario 'wonen en/of maatschappelijk'. In grafiek 4.5 wordt dit gedaan tussen de exit yields van beide scenario's.

Grafiek 4.4 Samenhang risico-opslagen



Om aan te tonen wat het verband is, is een regressielijn door de puntenwolk getekend. Dit is de best passende lijn door de puntenwolk die de relatie tussen de twee risico-opslagen beschrijft. Door het uitrekenen van Pearson's product-moment correlatiecoëfficiënt (R) kan worden aangetoond hoe sterk het verband is tussen de risico-opslagen voor de twee bestemmingsplansscenario's. 'Naarmate de puntenwolk meer op een diagonale rechte lijn ligt, is er sprake van een hogere correlatie tussen de beide variabelen' (Baarda e.a., 2014: p. 127).

Grafiek 4.5 Samenhang exit yields



Zowel bij het verband tussen de risico-opslagen als tussen de exit yields blijkt een positief verband waarbij de risico-opslagen en de exit yields voor het scenario 'wonen en maatschappelijk' een lager

percentage laten zien dan het bij het scenario ‘maatschappelijk’. Dit leidt ertoe dat er een hogere waarde van het woonzorgvastgoed geldt in het scenario ‘wonen en maatschappelijk’.

Correlatie

De Pearson’s product-moment correlatiecoëfficiënt geeft aan dat voor beide componenten van waarde een sterk positief verband is. De resultaten van de berekening van de correlatiecoëfficiënt zijn weergegeven in onderstaande tabellen.

Tabel 4.2 Correlatie tussen risico-opslagen

		Risico-opslag Maatschappelijk	Risico-opslag WonenenMtsch
RisicoOpslagMaatscpelijk	Pearson Correlation	1	,870**
	Sig. (2-tailed)		,000
	N	33	33
RisicoOpslagWonenen Maatschappelijk	Pearson Correlation	,870**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	
	N	33	33

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Tabel 4.3 Correlatie tussen exit yields

		EYMaatschappelijk	EYWonen Maatschappelijk
EYMaatschappelijk	Pearson Correlation	1	,854**
	Sig. (2-tailed)		,000
	N	33	33
EYWonenMaatschaplijk	Pearson Correlation	,854**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	
	N	33	33

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Uit de correlatietabellen blijkt dat zowel de samenhang van risico-opslagen als ook die van de exit yields een hoge correlatie hebben. De correlatie tussen de twee risico-opslagen is 0,87 en de correlatie tussen de twee exit yields bedraagt 0,85. De beide correlaties zijn significant bij een significantieniveau van 0.01. Dat wil zeggen dat de kans dat deze beide correlaties berusten op toeval kleiner is dan 0,1%. Het aantal respondenten is 33 (N).

De correlaties zijn berekend over de samenhang tussen de twee componenten van waarde volgens dit onderzoek. Op basis van beide correlatieberekeningen kan worden gesteld dat er een relatief

sterke positieve samenhang bestaat tussen de waarde-componenten en de bestemmingsplansscenario's.

4.4. Verschilanalyse

Het gaat in dit onderzoek om het verschil in waarde van woonzorgvastgoed in relatie tot het verschil in bestemming van woonzorgvastgoed. Om het geduide verschil in waarde nader statistisch te onderbouwen is een t-toets verricht⁶. In een t-toets voor twee gekoppelde steekproeven (Baarda e.a., 2014), wordt geïdentificeerd in hoeverre de kans bestaat dat het aangegeven verschil op toeval berust. De vraag is of het aangegeven verschil door de respondenten significant is. In de tabellen 4.4 en 4.5 zijn de resultaten van de t-testen weergegeven.

Tabel 4.4 Paired Samples Test: verschillenanalyse risico-opslag

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 RisicoOpslagMaatschappelijk - RisicoOpslagWonenMaatsch	,61515	,37552	,06537	,48200	,74830	9,41	32	,000

Het gemiddelde verschil van de risico-opslag voor wat betreft de bestemming van woonzorgvastgoed is in het scenario 'wonen en/of maatschappelijk' 0,62% lager. Uit de t-test blijkt dat dit verschil significant is. De kans dat het aangetoonde verschil op toeval berust is 0,000%. Het aangetoonde verschil is daarmee heel erg zeker. Er wordt geconcludeerd dat de risico-opslag in het scenario 'wonen en/of maatschappelijk' 0,62% significant lager is.

⁶ De t-toets wordt volgens Baarda e.a. (2014, p. 105) gebruikt bij gekoppelde steekproeven als het gaat om twee afhankelijke of gekoppelde steekproeven. Ook dient de testvariabele normaal verdeeld te zijn, deze eis is minder belangrijk naarmate de steekproef groter is en minimaal 30 waarnemingen hebben. In bijlage 5 zijn grafieken opgenomen van de normaal verdelingen

Tabel 4.5 Paired Samples Test: verschillenanalyse exit yields

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Paired Samples 1: EYMaatschappelijk - EYWonenMaatschappelijk	,89394	,46867	,08158	,72776	1,06012	10,957	32	,000

De verschillenanalyse is ook uitgevoerd voor wat betreft het verschil in exit yields.

Het aangetoonde gemiddelde verschil van 0,9% blijkt tevens significant. De kans dat het aangetoonde gemiddelde verschil op toeval berust is 0,000%.

Geconcludeerd wordt dat de exit yield 0,9% significant lager is in het scenario 'wonen en maatschappelijk'.

4.5. Reacties deskundigen op enquêteresultaten

De kwantitatieve onderzoeksresultaten uit de enquête zijn voorgelegd aan een aantal experts. Hierdoor wordt naast de kwantitatieve onderzoeksmethode ook een kwalitatieve methode gebruikt. Er is bewust voor de uitvoering van dit onderzoek gekozen voor deze vorm van datatriangulatie, waarbij meerdere onderzoeksmethoden naast elkaar worden gebruikt. Hiermee wordt bijgedragen aan een vergroting van de validiteit en kwaliteit van het onderzoek (Baarda, 2009). De resultaten zijn voorgelegd aan een drietal experts: een taxateur, een belegger en een consultant. In het kwantitatieve deel van dit onderzoek zijn deze groepen deskundigen ook betrokken.

Onderstaande deskundigen hebben hun medewerking hieraan verleend:

- Taxateur: **CBRE Nederland**, de heer J. Hermus, associate director healthcare
- Belegger: **Bouwinvest Healthcare Fund**, de heer E. Drenth, manager zorgvastgoed
- Consultant/ adviseur: **Twijnstra Gudde**, de heer H. Hoepel: managing partner

Aan de deskundigen is gevraagd in hoeverre ze de conclusies uit het onderzoek herkennen in de praktijk. Ook is een aantal argumenten genoemd die als oorzaak worden genoemd van de conclusies.

In tabel 4.6 is de mate van herkenning van de conclusies weergegeven door middel van een aantal plussen en/of minnen. Uit de gesprekken komt het volgende beeld:

Tabel 4.6 Overzicht gesprekken

Conclusies en argumenten deskundigen	taxateur	belegger	adviseur
Lagere risico-opslag en disconteringsvoet bij scenario wonen: <ul style="list-style-type: none"> - Bekendheid bij beleggers - Beleid om geen maatschappelijke bestemming in portefeuille te nemen - Verschil wordt zowel hoger als lager gedacht - Onzekerheid bij maatschappelijk op rendement - Kleinere markt (doelgroep), hoger risico, minder potentiële kopers - Gebruik sluit beter aan bij wonen, dus lagere risico-opslag 	++	+	+
Lagere exit yield bij scenario wonen <ul style="list-style-type: none"> - Bij herontwikkeling voorkeur scenario wonen - Ruimere mogelijkheden, alternatieve aanwendbaarheid, uitponmogelijkheden: risico zit in herontwikkeling - Maatschappelijk bestemming: hoger risico en hoger rendement 	++	++	
Waardeverschil 17%: meer waarde bij scenario wonen <ul style="list-style-type: none"> - Aanvangsrendementen dalen bij wonen en bij maatschappelijk: bij maatschappelijk is dit hoger. Dit lijkt overeen te komen met het waardeverschil - In de markt is nog geen referentie van dit waardeverschil, is tot dit onderzoek nog niet aangetoond. Wordt als reëel verschil ervaren 	++	+	+

Toelichting interviews deskundigen

Conclusie: indien woonzorgvastgoed is gerealiseerd onder de bestemming 'wonen en maatschappelijk' ligt de risico-opslag voor de vastgoedcategorie 0,62% lager en de disconteringsvoet 0,85% lager dan bij de bestemming 'maatschappelijk'.

De deskundigen herkennen zich in dit beeld. Er worden verschillende redenen aangedragen die als onderbouwing worden gezien:

- Er wordt aangegeven dat het wordt verklaard doordat de maatschappelijke bestemming niet bij alle beleggers bekend is. Dit speelt met name bij buitenlandse partijen zo wordt aangegeven. Door deze onbekendheid en doordat bij een maatschappelijke bestemming het vastgoed niet kan worden verkocht als reguliere woning zijn er minder potentiële kopers. Dit heeft een waarde opdrijvend effect.
- Door de bestemming wonen wordt de courantheid van dit type vastgoed volgens de deskundigen vergroot. Dit uit zich ook in een verschil in disconteringsvoet.

- Uit de gesprekken blijkt ook dat een aantal beleggers als beleidsuitgangspunt heeft geformuleerd dat ze slechts willen investeren in dit type vastgoed onder de voorwaarde dat het vastgoed een bestemming heeft dat 'regulier wonen' mogelijk maakt. Hierdoor wordt bij dit scenario een lagere risico-opslag ingerekend.
- Door de deskundigen wordt verschillend gereageerd op het aangetoonde verschil in risico-opslag en disconteringsvoet. Er wordt enerzijds aangegeven dat het verschil groter werd gedacht en anderzijds juist lager. Uit de praktijk blijkt dus dat door marktpartijen weliswaar een verschil wordt ervaren maar dat er nog geen referentie beschikbaar is hoe groot dit verschil is. Bovendien zijn er tot op heden een beperkt aantal transacties beschikbaar om als referentie te dienen. Hierdoor kan worden verklaard dat dit verschil tot op heden door partijen verschillend wordt ervaren. De disconteringsvoet is in dit onderzoek opgebouwd met een aantal risico-opslagen c.q. risicopremies. Uit de literatuur blijkt dat methode van opbouw van disconteringsvoet ook kan leiden tot het aantonen van een beleggerswaarde in plaats van een marktwaarde (Van Gool, 2013). Dit sluit aan bij de interviews: de belegger geeft aan dat de risico-opslag voor wat betreft de vastgoedcategorie een vast beleidspercentage is waardoor een beleggerswaarde wordt berekend, terwijl de taxateur de risico-opslag afhankelijk maakt van het specifieke dossier waardoor wellicht eerder een marktwaarde wordt berekend. In dit onderzoek staat deze discussie niet centraal, het gaat om het verschil in relatieve verschil in waarde.
- De deskundigen geven dat door de bestemming 'maatschappelijk' een groter risico wordt ervaren. Er is een kleinere doelgroep dat gebruik kan maken van dit vastgoed. Hierdoor wordt bij de bestemming 'maatschappelijk' een hogere risico-opslag ingerekend.
- Het gebruik van het woonzorgvastgoed lijkt meer aan te sluiten bij 'wonen' dan bij 'maatschappelijk'. Het lijkt dan ook voor de hand te liggen het bestemmingsplan hierop aan te passen. De discussie omtrent het wel of niet wijzigen van het bestemmingsplan wordt herkend.

Conclusie: indien woonzorgvastgoed is (of wordt) gerealiseerd onder de bestemming 'wonen en/of maatschappelijk' ligt de exit yield 0,90% lager dan wanneer het is (of wordt) gerealiseerd onder de bestemming 'maatschappelijk'.

- De deskundigen herkennen zich in het beeld dat een lagere exit yield wordt ingerekend bij de bestemming 'wonen en/of maatschappelijk'. Er wordt aangegeven dat door deze 'ruimere bestemming' de alternatieve aanwendbaarheid van het vastgoed wordt vergroot. Indien het alleen gaat om het vastgoedmarktrisico en het partnerrisico (de betrokken zorginstelling)

derhalve gelijk is gesteld, gaat het meer om de risico's die ook gelden bij andere vastgoed categorieën: locatie en (her)ontwikkelingsmogelijkheden. De alternatieve aanwendbaarheid is bij een woonbestemming groter waardoor door beleggers en taxateurs een hogere waarde toekennen aan dit type vastgoed.

- Bovendien speelt volgens de deskundigen met name een rol bij de herontwikkeling van de locatie. Het onderzoeksresultaat dat dit leidt tot een verschil in exit yield of eindwaarde wordt daardoor ook herkend. Hierdoor wordt minder risico ervaren bij een eventuele herontwikkeling: er kan naast maatschappelijk ook wonen worden gerealiseerd waardoor er meer herontwikkelingsmogelijkheden zijn.
- Het hogere risico wordt ook gezien als een kans voor beleggers. Hoewel nog niet alle beleggers dit op deze wijze ervaren, kan door het hogere risicoprofiel ook een hoger rendement worden behaald.

Conclusie: het totale waardeverschil van woonzorgvastgoed is 17% hoger indien het is (of wordt) gerealiseerd onder de bestemming 'wonen en maatschappelijk'.

- Het verschil in waarde in relatie tot de bestemming is volgens de deskundigen nog niet eerder kwantitatief aangetoond. Door het beperkt aantal transacties is een verschil in waarde lastig aan te tonen en is het volgens de deskundigen moeilijk er een 'gevoel bij te krijgen'. De deskundigen geven aan dat dit type onderzoek hier een bijdrage aan kan leveren.
- Uit het interview met CBRE Healthcare blijkt dat het aangetoonde verschil in waarde aansluit bij recente onderzoeken over de beleggersmarkt van zorgvastgoed (CBRE Healthcare, 2016). Uit recente transacties en taxaties blijkt dat 'prime' bruto aanvangsrendementen⁷ dalen en dat er een verschil in aanvangsrendement met meergezinswoningen is ter grootte van ruim 10%⁸. Het verschil in waarde is in dit geval uitgedrukt in relatie tot alle risico's (ook het partnerrisico), het heeft betrekking op de 'toprendementen' en het bevat alle typen zorgvastgoed. Gemiddeld genomen kan de bandbreedte van de aanvangsrendementen tussen de categorieën zorgvastgoed (maatschappelijk) en wonen zeer groot zijn omdat dan ook de transacties zijn meegenomen met een hoger risicoprofiel⁹.

⁷ Onder de prima bruto aanvangsrendementen verstaat CBRE (2016) de rendementen van de verschillende type zorgvastgoed waarbij is uitgegaan van een 15 jarige huurovereenkomst met een solvabele huurder, in een nieuw object dat volledig geschikt is voor de betreffende zorgexploitatie en op een goede locatie is gelegen. Onder het bruto aanvangsrendement wordt verstaan het feitelijk 'bruto directe rendement op het moment dat het betreffende object ter verwerving wordt aangeboden dan wel op het moment van overdracht.' (Van Gool e.a. 2013, p. 174)

⁸ Vergelijking met Marketview CBRE (2016) en toelichting CBRE. Netto aanvangsrendement woningmarkt Q1 2016 gecorrigeerd voor BAR/NAR factor en voor een kwartaal, vergeleken met bruto aanvangsrendement Q1 en Q2 2016 zorgvastgoed

⁹ zie ook Syntrus Achmea & CBRE (2016)

- Het resultaat van het totale waardeverschil wordt door de deskundigen gezien als bijdrage aan het verder vergroten van de kennis over het waarderen van woonzorgvastgoed. Alle deskundigen geven aan dat zij een hogere waarde zien indien dit type vastgoed wordt gerealiseerd onder een bestemming 'wonen en/of maatschappelijk'. Zoals eerder genoemd zijn er bij het 'woonscenario' meer herontwikkelingsmogelijkheden, is er een grote doelgroep die gebruik kan maken van het type vastgoed en is er een grotere groep potentiële kopers van de objecten: de beleggersmarkt is hierdoor groter. Dit sluit aan bij hetgeen in het eerste hoofdstuk van dit onderzoek is aangegeven: het beleggersmarktrisico hangt samen met het vastgoedmarktrisico: indien het vastgoedmarktrisico lager wordt door de flexibiliteit van het bestemmingsplan te vergroten, ontstaat een grotere markt van kopers. Er zijn volgens de deskundigen minder belemmeringen in het gebruik van het object waardoor er minder risico's worden ingerekend.
- Het verschil in waarde en rendement kan volgens de deskundigen ook aansluiten bij het verschil in grondwaarde tussen 'maatschappelijk' en 'wonen'. Dit is niet nader aangetoond in dit onderzoek.
- Het waardeverschil wordt tevens verklaard doordat het beleggen in deze vastgoedcategorie nog relatief jong is en dat nog veel onduidelijkheid of onbekendheid bestaat over deze vastgoedcategorie bij zowel taxateurs en beleggers. De verwachting is dat de komende jaren het aantal transacties verder zal toenemen. Hierdoor zal er meer inzicht komen in het functioneren van deze markt en zal de markt meer volwassen worden. De verwachting is dat de aanvangsrendementen en risicopremies hierdoor de komende jaren verder zullen dalen. Dit wordt ook geconstateerd in de publicatie van Syntus Achmea & CBRE (2016, p. 14-16).

4.6. Conclusies

Het verschil in risico-opslag van de vastgoedcategorie is 0,62% significant lager indien woonzorgvastgoed is gerealiseerd onder de bestemming 'wonen en maatschappelijk' in vergelijking tot woonzorgvastgoed dat is gerealiseerd onder de enkelvoudige bestemming 'maatschappelijk'. Uit het onderzoek blijkt dat het verschil in disconteringsvoet 0,85% lager is.

De exit yield is 0,90% significant lager indien woonzorgvastgoed is gerealiseerd onder de bestemming 'wonen en maatschappelijk'.

Het verschil in exit yield/eindwaarde wordt door de respondenten en de deskundigen verklaard door het feit dat er op deze wijze meer gebruikersmogelijkheden ontstaan voor het gebouw. Uit de interviews blijkt dat er door de grotere mate van flexibiliteit van het bestemmingsplan de courantheid van dit type vastgoed wordt vergroot en dat meer beleggers bereid zijn te investeren in woonzorgvastgoed. Indien het gebruik van de woonzorgvastgoed-objecten meer richting regulier wonen gaat en meer richting zelfstandige bewoning van het woonzorgvastgoed, lijkt een aanpassing van het bestemmingsplan hierop te moeten volgen.

Bij een eventuele herontwikkeling van de locatie of verkoop zijn er meerdere planologische mogelijkheden: de alternatieve aanwendbaarheid wordt beter ingeschat. Ook blijkt dat taxateurs en beleggers de waarde hoger inschatten indien er ruimere planologische mogelijkheden zijn. De bestemming 'wonen' biedt naar verwachting goede toekomstmogelijkheden. De deskundigen geven bovendien aan dat door de ruimere bestemmingsplanmogelijkheden bij het scenario 'wonen en/of maatschappelijk' de beleggersmarkt groter wordt en de risico's kleiner voor dit type vastgoed.

Uit de onderzoeksresultaten blijkt dat 100% van de respondenten tot een hogere waarde van woonzorgvastgoed komen indien het wordt gerealiseerd onder de bestemming 'wonen en maatschappelijk'. Er is een waardeverschil geconstateerd van 17%.

Er wordt gesteld dat deze 17% de waarde van het optierecht is. Dit ontstaat bij de mogelijkheid om woonzorgvastgoed te realiseren onder de dubbele bestemming wonen en maatschappelijk.

5. Aanbevelingen

Aanbevelingen

Dit onderzoek heeft duidelijk gemaakt wat de invloed is van de bestemming van woonzorgvastgoed op de waarde ervan. Het heeft inzicht gegeven in het verschil in waarde en tevens heeft het getracht de denkwijze van de reële optietheorie bij deze bestemmingsplanmogelijkheden toe te passen: de waarde van de optie om naast maatschappelijk ook wonen mogelijk te maken is 17%.

Door de demografische ontwikkeling en door het ingezette rijksbeleid van het scheiden van wonen en zorg, zal de vraag naar huisvesting dat geschikt is voor ouderen die in meer of mindere mate zorg willen ontvangen in hun woningen fors toenemen. Dit kan planologisch mogelijk worden gemaakt onder de bestemming wonen en/of maatschappelijk. Het blijkt een grote maatschappelijke opgave: het gebruik van dergelijke locaties zal hoe langer hoe meer richting wonen gaan, bewoners krijgen zorg in hun woning en bewonen hun woning zelfstandig. Een logisch gevolg daarvan is dat het bestemmingsplan het daadwerkelijk gebruik van de locatie zal volgen. In de huidige praktijk blijkt dat echter nog niet overal een logisch gevolg te zijn. Discussies over woningcontingenten en inhoudelijk juridisch-planologisch discussies liggen hieraan ten grondslag (Kok e.a., 2015). Hierdoor blijken er nog extra drempels te zijn voor woonzorgvastgoed terwijl er een forse huisvestingsopgave is voor deze groep mensen. Een optie om woonzorgvastgoed te realiseren onder de bestemming wonen en/of maatschappelijk kan ervoor zorgen dat de drempels voor deze opgave verminderen.

Op basis van dit onderzoek kunnen enkele suggesties worden genoemd ten behoeve van aanvullend onderzoek:

- Dit onderzoek heeft aangetoond dat er een waardeverschil is bij een verschil in bestemmingsplanmogelijkheden. Het is door middel van een digitale enquête gedaan. De respons bestaat uit 34 retour gezonden digitale enquêtes. Hoewel dit aantal beperkt is, geeft het wel een duidelijke richting en kan de vraagstelling statistisch worden onderbouwd. Een vervolgonderzoek waarbij dit waardeverschil kwantitatief kan worden onderbouwd met een hogere respons kunnen de resultaten wellicht verder specificeren.
- Het onderzoek heeft zich gericht op courant vastgoed. Dit is bewust gedaan om de andere risicofactoren te neutraliseren. Er is in Nederland ook veel verouderd woonzorgvastgoed. Een vervolgonderzoek naar verschillende typen woonzorgvastgoed, waaronder het verouderde vastgoed, kan duiden in hoeverre de bestemming daar van invloed is op de waarde. Verwacht wordt dat in een dergelijke type onderzoek er een groter waardeverschil zal ontstaan via de risico-opslag van het object. Dat heeft in dit onderzoek geen rol gespeeld.

- Dit onderzoek heeft de centrale vraag beantwoord door middel van één casus goed te onderzoeken. Deze bewuste keuze is verantwoord in het derde hoofdstuk. Een vervolgonderzoek waarbij verschillende gebouwen worden onderzocht, binnen de kaders van de gebruikte aannames in dit onderzoek, kan nader worden onderzocht. Ook in dat geval zal specifiek ook naar de verschillen van de objecten moeten worden gekeken in verband met de risico-opslag van de objectcategorie.

Aanbeveling onderzoek naar relatie waardering op basis van Handboek Marktwaarde

- De gebruikte onderzoeks-casus is ook doorgerekend op basis van het Handboek Marktwaarde. De resultaten hiervan wijken af van de gemiddelde verschillen die uit dit onderzoek komen.
Er ontstaat een ander beeld van deze casus indien de waardering van dit object op basis van het Handboek Marktwaarde op basis van de Woningwet 2015 wordt gedaan. Op basis van de Woningwet 2015 zijn woningcorporaties vanaf 2016 verplicht om vastgoed op marktwaarde in verhuurde staat te waarderen in de jaarrekening. Op basis van de basisversie van het handboek is deze casus ook doorgerekend¹⁰. Er is gebruik gemaakt van de modellen voor Woningen (type Zorg Extramuraal) en maatschappelijk onroerend goed.
Deze respons is niet meegenomen in dit onderzoek om twee redenen. Ten eerste omdat er afwijkende beeld ontstaat op basis van het handboek (zie tabel 5.1) en ten tweede omdat het verschil in waarde op een andere wijze tot stand is gekomen dan de bij de overige respondenten.

Tabel 5.1 Vergelijking onderzoeksresultaten met Handboek Marktwaarde

Waardering	Vershil in disconteringsvoet	Vershil in risico-opslag vastgoed	Vershil in Exit Yield
Handboek Marktwaarde	1,95%	0,00%	0,61%
Onderzoeksresultaten	0,85%	0,62%	0,90%

Een vervolgonderzoek naar de relatie tussen de bestemming van woonzorgvastgoed en de waarde ervan verdient aanbeveling.

¹⁰ Er wordt verwezen naar de volgende link, de verantwoording van het handboek: http://www.woningwet2015.nl/sites/www.woningwet2015.nl/files/documenten/verantwoording_handboek_def.pdf. De laatste 2 tabbladen bevatten de dcf-berekening die de basis vormt voor deze casus

Zelfreflectie

De onderzoeksmethodologie van dit onderzoek is bewust gekozen. Er is gekozen voor een kwantitatieve benadering omdat deze vraagstelling nog niet was onderbouwd door middel van een kwantitatief onderzoek. Er is één object onderzocht en zoveel mogelijk risico's die van invloed zijn op de waarde zijn gelijk gesteld in beide scenario's. Op deze wijze is de getracht de focus zoveel als mogelijk op het vastgoedmarktrisico krijgen.

Het heeft ruime tijd geduurd voordat er voldoende respons was om de vraagstelling kwantitatief te kunnen onderzoeken. Er is telefonisch contact geweest met verschillende respondenten. Zoals uit het vorige hoofdstuk blijkt heeft dit niet geleid tot een reactie van alle benaderde taxateurs/beleggers of consultants.

Na diverse gesprekken te hebben gevoerd ontstond er een beeld over de relatie tussen de waarde van woonzorgvastgoed en de bestemming. Het bleek echter eerder een vanzelfsprekende gedachte, dan dat dit daadwerkelijk was onderbouwd. Dit onderzoek draagt daarom bij aan de kennis rondom het waarderen van woonzorgvastgoed. Zoals eerder geschetst is er een grote behoefte aan geschikt woonzorgvastgoed. Mede op basis van dit onderzoek kan de waardering van woonzorgvastgoed wellicht beter worden onderbouwd.

De resultaten van het onderzoek zijn met deskundigen besproken. Deze gesprekken hebben in een open en spontane sfeer plaatsgevonden. De mening van de deskundigen blijkt aan te sluiten bij gesprekken die ook met respondenten zijn gevoerd. Al met al lijken de conclusies in voldoende mate te worden herkend. Nu is het echter duidelijk wat het daadwerkelijke verschil in waarde is van woonzorgvastgoed in relatie tot de bestemming.

Het onderzoek heeft aangetoond dat het toepassen van het denken in opties bij de bestemming(en) van woonzorgvastgoed mogelijk is. Het recht om gebruik te maken van de extra bestemming levert een waardeverschil op 17%. In de praktijk blijkt dit nog niet overal haalbaar. De maatschappelijke opgave om voldoende en geschikte huisvesting te realiseren waarin zorg kan worden geleverd verschuift van het maatschappelijke domein naar het meer regulier wonen. Juist daarom dient het bestemmingsplan logsicherwijs deze maatschappelijke verschuiving te volgen.

Literatuur

- ABF Research (2014). *Herziening monitor investeren voor de toekomst. Onderzoek in opdracht van Ministerie BK: Den Haag/Delft*
- Anas, A., R. Arnott en K. Small (1998). *Urban spatial structure*. In: *Journal of Economic Literature*, 36: 1426-1464
- Baarda, B. (2009), *Dit is onderzoek! Richtlijnen voor het opzetten, uitvoeren en evalueren van kwantitatief en kwalitatief onderzoek*, Noordhoff Uitgevers: Groningen/Houten
- Baarda, B., C. van Dijkum en M. de Goede (2014), *Basisboek Statistiek met SPSS: handleiding voor het verwerken en analyseren van en rapporteren over (onderzoeks)gegevens*. Noordhoff Uitgevers: Groningen/ Houten
- Barman, B. & Nash, K. (2007). *A streamlined Real Option Model for Real Estate*. Massachusetts: Massachusetts Institute of Technology (MIT)
- CBRE (2016). *Marketview Nederlandse woningmarkt: marktwaarde nadert steeds vaker leegwaarde*. Amsterdam: CBRE
- CBRE Healthcare (2016). *Beleggingsvolume zorgvastgoed groeit stevig door. Trends Nederlands zorgvastgoed, H1 2016*. Amsterdam: CBRE Healthcare
- CBS (2014). Centraal Bureau voor de Statistiek/Statline. Tabel 'Kerncijfers van diverse bevolkingsprognoses en waarneming', 2015-2060, Heerlen
- Coase, R. (1937). The nature of the firm. *Economica, Volume 4, Issue 16, p. 386-405*
- Cushman & Wakefield (2014), *Marketbeat Nederland 2014*, Cushman & Wakefield Research: Amsterdam
- EIB (2012). *Bouwen voor de zorg: perspectief voor de Nederlandse bouw*. Amsterdam: EIB
- Elp, M. van & Konings, P. (2015). *Beleggen in zorgvastgoed: perspectief voor beleggers*. Amsterdam: EIB/MSCI

- Fligstein, N. (2001). *The architecture of markets*. Princeton, NJ: Princeton University Press
- Gehner, E. (2003). *Risicoanalyse bij projectontwikkeling*. Amsterdam: Uitgeverij SUN
- Gool, P. (2015). *PTA doet gevaarlijke, weinig praktische aanbeveling*. In: Vastgoedmarkt, april 2015
- Gool, P. van., Jager, P, Theebe, M. & Weisz, R. (2013). *Onroerend goed als belegging*. Groningen/Houten: Noordhoff uitgevers
- Grevelink, G.A. (2015). *Marktconforme disconteringsvoet: feit of fictie?*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate
- Gijp, van der B. (2014). *Investeren in zorgvastgoed* (whitepaper). Amsterdam: Syntrus Achmea Real Estate & Finance
- Hekkenberg, E. (2011). *Efficiënte herstructurering: een onderzoek naar de mogelijkheden van meer flexibiliteit in de stedelijke herstructureringsplannen van woningcorporaties*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate
- Hekkenberg, E. & van der Post, W. (2014). *Theoretische verkenning tussen zekerheid en flexibiliteit*. ASRE Research paper, nog te verschijnen
- Hermus, J. & Veuger, J. (2015). *Waardering Zorgvastgoed*. In: *Barometer Zorgvastgoed 2015, Health Care real estate international*. Hanze Kenniscentra. Koninklijke Van Gorcum: Assen
- Jones, R. A., & Ostroy, J. M. (1984). *Flexibility and Uncertainty*. *Review of Economic Studies* , 13-32
- Kroezen, S.P. (2015). *Herbestemming van cultureel erfgoed, de zoektocht naar flexibiliteit en zekerheid*. ASRE: Amsterdam
- Kok, P, Nouws, H, Sanders, L. en Goes, R. (2015). *Wonen en zorg en de ruimtelijke ordening: handreiking voor het oplossen van ruimtelijke knelpunten bij de transformatie of ontwikkeling van woonzorglocaties*. Aedes-Actiz Kenniscentrum Wonen-Zorg: Utrecht

- Lusth, K.M. (2001). *Real Estate valuation: principles and applications*. State College: KMP Publishing
- Needham, B. (2004), *Doe maar streng: overheidsregels en de werking van de grondmarkt*. In: *Ruimte in Debat*, vol. 2004, iss. 6, pp. 2-7. Den Haag: Ruimtelijk Planbureau
- North, D. C. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*. New York: Cambridge University Press
- Osinga, J. J.J. (2000). *Marktconforme disconteringsvoet: taxeren volgens de DCF-methode*. Amsterdam: Stichting voor Beleggings- en Vastgoedkunde
- Paantjes, L. (2013). *Het denken in reële opties is waardevol*. Tilburg: TiasNimabas
- PTA (2014), *Good Practices: voorbeelden voor de praktijk. Goed gewaardeerd vastgoed. 28 Aanbevelingen voor taxeren en taxatierapporten*. Amsterdam: NBA
- Segers, J. (1999). *Methoden voor de maatschappijwetenschappen*. Assen: Van Gorcum
- Spit, T. en Fokkema, M. (2004), *Streng heilmeesters maken óók stinkende wonden*. In: *Ruimte in Debat*, vol. 2004, iss. 6, pp. 11-13. Den Haag: Ruimtelijk Planbureau
- Swanborn, P. (1994), *Het ontwerpen van case-studies: enkele keuzen*. In: *Mens en Maatschappij*. Augustus 1994, nr. 3. Amsterdam University Press
- Syntus Achmea & CBRE (2016). *Zorgvastgoed groeit uit de kinderschoenen*. Amsterdam januari 2016
- Vereniging van Nederlandse Gemeenten (2014). Opgehaald van website van de Vereniging van Nederlandse Gemeenten:
<https://vng.nl/onderwerpenindex/recht/goede-regels-gerichte-service-beter-en-concreter/nieuws/regels-mogen-herbestemming-gebouwen-niet-belemmeren>
- Vlek, P.J. (2011). *Investeren in vastgoed, grond en gebieden: financiële theorie en Praktijkvraagstukken*. Vlaardingen: Management Producties

Witvoet, D. (2006). *Real Options in Real Estate – Applications of the real options analysis for the valuation of real estate development projects*. Eindhoven/Rotterdam: Technische Universiteit Eindhoven/ Fakton

Yin, R.K. (1994/2013). *Case study research; Design and methods* (5^e druk in 2013). Newbury Park: Sage

Taxatie ten behoeve van onderzoeksdoeleinden, het doorrekenen van 2 scenario's**Uitgangspunten DCF berekening**

Huur in jaar 1	€ 324.000
Aantal appartementen	36
Huur per appartement	€ 750
Oppervlakte in GO	70
Huurindex	2,10%
Exploitatiekosten	€ 65.000
Kostenstijging	2,60%
Verkoop na 15 jaar	Eindwaarde te bepalen door taxateur
Percentage KK	7%
Risicovrije rentevoet	2,10%
Beschouwingstermijn	15 jaar
Groot onderhoud/jaar 10	€ 500.000

Verzoek:

1. marktwaarde bepalen obv bestemming maatschappelijk en opbouw discontingsvoet bepalen (zie toelichting blad 2)
2. marktwaarde bepalen obv optie om onder bestemming wonen en/of bestemming maatschappelijk en opbouw discontingsvoet bepalen

Verzoek... gegevens invullen in GELF, velden

Toelichting/naamames

Het betreft een nieuwbouwproject **Woonzorgvastgoed** gelegen in Amersfoort Leusderkwartier, nabij voorzieningen Huurwoningen in middelduur segment, geen verhuurdersheffing
 Basisscenario: waarden obv bestemming 'maatschappelijk' volgens bestemmingsplan
 Het betreft eigen grond, geen bijzonderheden, verhuur woningen direct aan individuele huurders
 Parkeren op maaiveld
 Kosten koper wordt in beeldscenario's op 7% gesteld

Scenario maatschappelijk

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Berekening																	
Huur	0	324.000	330.804	337.751	344.844	352.085	359.479	367.028	374.736	382.605	390.640	398.843	407.219	415.771	424.502	433.416	442.518
Exploitatiekosten		-65.000	-66.690	-68.424	-70.203	-72.028	-73.901	-75.822	-77.794	-79.816	-81.892	-84.021	-86.205	-88.447	-90.746	-93.106	
Groot onderhoud																	
Restwaarde																	
sub	259.000	264.114	269.327	274.641	280.057	285.578	291.206	296.942	302.789	302.789	302.789	302.789	302.789	302.789	302.789	302.789	302.789

Exit yield

Discontvoet woningen

Kosten Koper

Marktwaaarde

#DEEL/0!

Scenario maatschappelijk/wonen

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Berekening																	
Huur	0	324.000	330.804	337.751	344.844	352.085	359.479	367.028	374.736	382.605	390.640	398.843	407.219	415.771	424.502	433.416	442.518
Exploitatiekosten		-65.000	-66.690	-68.424	-70.203	-72.028	-73.901	-75.822	-77.794	-79.816	-81.892	-84.021	-86.205	-88.447	-90.746	-93.106	
Groot onderhoud																	
Restwaarde																	
sub	259.000	264.114	269.327	274.641	280.057	285.578	291.206	296.942	302.789	302.789	302.789	302.789	302.789	302.789	302.789	302.789	302.789

Exit yield

Discontvoet woningen

Kosten Koper

Marktwaaarde

#DEEL/0!

Opbouw disconteringsvoet voorbeeld obv PTA Good Practices, 2014

	Kwalitatieve bijdrage	Kwantitatieve bijdrage
Risicovrije obligatierente genomen bij een looptijd van 10 jaar	+	3,75
Risico-opslag vastgoedcategorie kantoren	+	2,00
Locatiespecifieke opslagen		1,50
Toegankelijkheid	+	
Voorzieningsniveau,	-	
Locatiepotentieel,	+	
Uitstraling van de locatie en	+	
Positie van het object in de omgeving.	-	
Objectspecifieke opslagen		0,75
Inhoud van het object	+	
Kwaliteit huurder	-	
Looptijd contract.	+	
Disconteringsvoet		8,00

Opbouw disconteringsvoet onderzoek/uitvraag

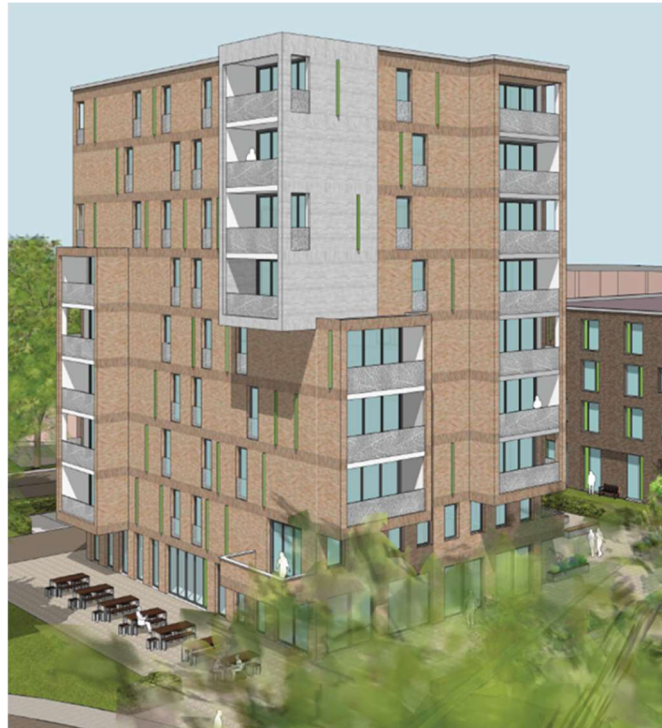
	SCENARIO
	MAATSCHAPPELIJK
	WONEN of
	MAATSCHAPPELIJK
Risicovrije voet	2,10%
Risico-opslagen:	2,10%
vastgoedcategorie	
locatiespecifiek	
Objectspecifiek	
Disconteringsvoet	2,10%

Verschil in planologische bestemming valt in dit onderzoek onder risico-opslag vastgoedcategorie
Verzoek: % invullen in GELE VELDEN

Bijlage 2: Overzicht deskundigen/partijen

Bedrijf	medewerker	omschrijving bedrijfswerkzaamheden							
AAG	taxateur	adviesbureau zorgvastgoed							
ABZV	taxateur	adviesbureau zorgvastgoed							
AM	taxateur/consultant	gebiedsontwikkeling							
Amvest	consultant	Belegger							
BNP Paribas RE	taxateur	Belegger							
CBRE	taxateur	vastgoedadviseur							
Colliers	taxateur	vastgoedervices							
Deloitte	taxateur	Real Estate Advisory							
DTZ Zadelhoff	taxateur	vastgoedadviseur							
Finance Ideas	consultant	adviesbureau zorginstellingen, woningcorporaties en institutionele beleggers							
ING	RE Finance	Belegger							
Juffer Vastgoed	taxateur	taxaties en advies							
Molenbeek	taxateur	taxateurs/makelaars							
MVGM	taxateur	vastgoedtaxaties							
Savills	taxateur	vastgoedervices							
* dit overzicht komt niet overeen met de 34 respondenten. In dit overzicht zijn slechts ter indicatie bedrijfsnamen opgenomen waar respondenten werkzaam zijn									
** dit overzicht is geen overzicht van het totaal aantal respondenten									

Bijlage 3 **Woonzorggebouw van fictieve casus**
Impressies en plattegronden



Oostgevel



Noordgevel

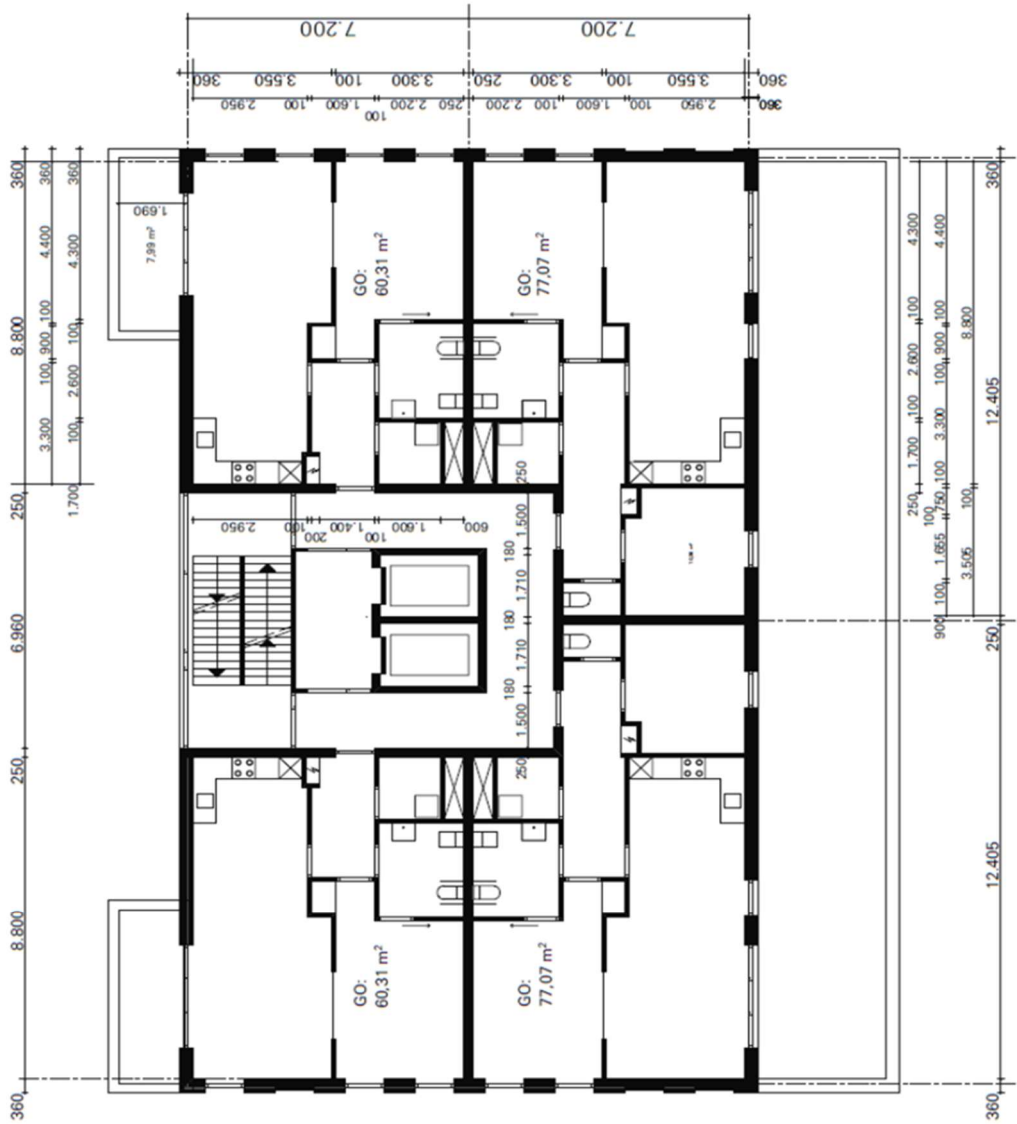


Westgevel

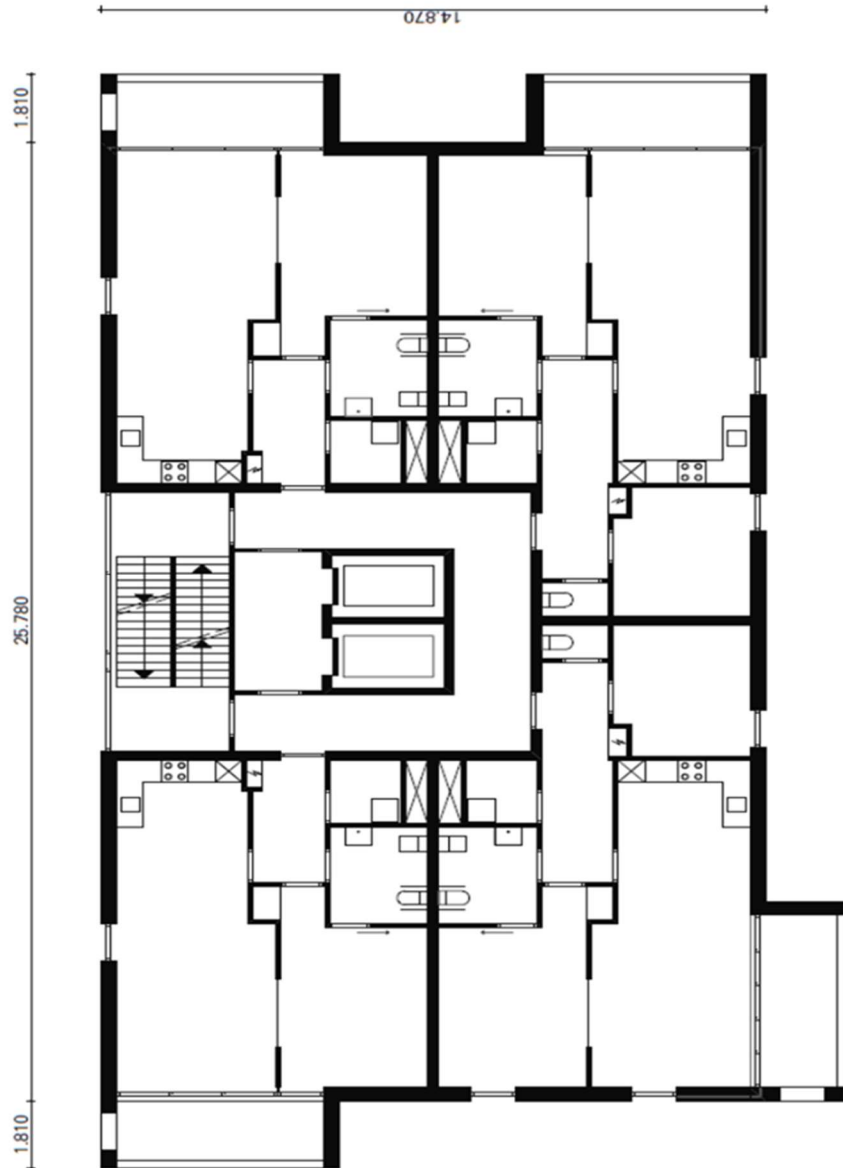


Zuidgevel





gebouw B - 1e verdieping



gebouw B - 2e t/m 8e verdieping
(balkons verspringen - zie 3D impressie)

Bijlage 4 Resultaten standaarddeviaties

De standaarddeviaties van de gemiddelde verschillen van de risico-opslag voor de vastgoedcategorie en voor de exit yield worden in onderstaande tabel weergegeven.

Tabel bij Bijlage 4 Gemiddelden en standaarddeviaties

Paired Samples Statistics					
		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	RisicoOpslag Maatschappelijk	2,1939	33	,59395	,10339
	RisicoOpslag Wonen en Maatsch	1,5788	33	,75115	,13076
		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	EY Maatschappelijk	7,1879	33	,90122	,15688
	EY Wonen en Maatschappelijk	6,2939	33	,77134	,13427

De standaarddeviatie zegt iets over de spreiding van alle reacties. De standaarddeviatie is gedefinieerd als de wortel uit de variantie waarbij de variantie gelijk staat aan de gemiddelde kwadratische afwijking van een variabele ten opzichte van het gemiddelde.

