

# Position Paper Zorgvastgoed





#### Colofon

Dit Position Paper is opgesteld door Achmea IM, met medewerking van Achmea Real Estate.

© Achmea IM, 2025



# Introductie

## Aanleiding en doel

Zorgvastgoed kent een groeiende interesse van institutionele beleggers. Veel verzekeraars en pensioenfondsen zien dat zorgvastgoed mogelijkheden biedt om hun vastgoedportefeuilles te optimaliseren, en om een maatschappelijke bijdrage te leveren.

Met dit position paper wil Achmea IM een helder beeld schetsen van de karakteristieken en beleggingsmogelijkheden in Nederlands zorgvastgoed (beeldvorming). Dit position paper is geen advies, maar kan de basis vormen voor een discussie in het

bestuur of de beleggingsadviescommissie van institutionele beleggers.

Dit position paper geeft op hoofdlijnen een overzicht van relevante (demografische) ontwikkelingen die van invloed zijn op de vraag naar zorg en zorgvastgoed; de typen zorgvastgoed waarin belegd kan worden en hun karakteristieken; rendementen en risico's van zorgvastgoed; de rol die zorgvastgoed in een vastgoedportefeuille kan vervullen; en de beschikbare beleggingsmogelijkheden.

## Samenvatting

- De zorgsector betreft een groot deel van de economie, maar kent beperkte beleggingsmogelijkheden. Zorgvastgoed kan wel blootstelling naar deze sector bewerkstelligen en is als beleggingssegment volwassen geworden.
- De vooruitzichten voor zorgvastgoed zijn goed, want **demografische** ontwikkelingen (bevolkingsgroei, vergrijzing) **en politiek-bestuurlijke ontwikkelingen** (scheiden van wonen en zorg en de ambulantisering van de zorg) **leiden tot een grotere en veranderende behoefte aan seniorenwoningen en zorgvastgoed**.
- Ook kampen veel zorginstellingen met een verbeter- en verduurzamingsopgave. Hiervoor zijn **grote investeringen nodig** die niet ten koste mogen gaan van de zorgverlening. Dit biedt kansen voor beleggers met een lange termijn beleggingshorizon.
- Er zijn verschillende **soorten zorgvastgoed met elk hun eigen karakteristieken**. Care zorgvastgoed dat is gericht op permanent verblijf (levensloopbestendige woningen, particuliere en intramurale woonzorg) en Cure zorgvastgoed dat is gericht op genezing (eerstelijnszorgcentra, klinieken en ziekenhuizen). Een belegger kan kiezen voor segmenten die het best aansluiten bij zijn voorkeuren.
- Zorgvastgoed kent een zeer stabiele inkomstenstroom. Het verwacht rendement op zorgvastgoed bedraagt zo'n **6 á 7% per jaar**. Daarnaast levert zorgvastgoed ook een **maatschappelijk rendement**. Dat bestaat onder meer uit efficiënter gebruik van de woningvoorraad, betere toegang tot zorg, en lagere druk op mantelzorgers.
- Als beleggingsproduct heeft zorgvastgoed een **aantrekkelijk rendement/risico-profiel**. Het **verbetert de sharpe ratio** van de vastgoedportefeuille en biedt beleggers een mogelijkheid om **impact** te maken.
- Daarom heeft zorgvastgoed inmiddels een **plaats verworven in veel institutionele beleggingsportefeuilles**. Er is een MSCI Nederlandse zorgvastgoedindex beschikbaar. De rol van zorgvastgoed binnen een vastgoedportefeuille is tweeledig
  - **Zorgvastgoed verbetert het risico-rendementsprofiel van een vastgoedportefeuille; en**
  - **Voegt een maatschappelijke component aan de vastgoedportefeuille toe.**
- Zorgvastgoed is echter nog een klein segment en is complexer dan andere vastgoedsegmenten. **Belangrijke risico's van zorgvastgoed zijn goed beheersbaar**. Zorginstellingen hebben dunne winstmarges, maar het debiteurenrisico is grotendeels afgedekt. De financiering van de zorg is wettelijk geregeld via onder meer via de Wet Langdurige Zorg en de Zorgverzekeringswet, soms aangevuld met een (al dan niet inkomensafhankelijke) eigen bijdrage. En mocht een huurder toch failliet gaan, dan zorgt het regionale Zorgkantoor voor de continuering van de zorg. Daarmee is ook het reputatierisico beperkt.
- Vanwege de specifieke beleggingskarakteristieken met de daarbij vereiste kennis heeft Achmea IM een **voorkeur voor beleggen in zorgvastgoed via fondsen** (in plaats van direct vastgoed).



## Inhoudsopgave

|                                                                |    |
|----------------------------------------------------------------|----|
| Introductie .....                                              | 3  |
| 1    Relevante (demografische) ontwikkelingen.....             | 5  |
| 2    Typen zorgvastgoed .....                                  | 7  |
| 2.1    Care .....                                              | 7  |
| 2.2    Cure .....                                              | 8  |
| 3    Beleggingsmogelijkheden .....                             | 10 |
| 4    Rendementen en risico's.....                              | 13 |
| 4.1    Rendementen .....                                       | 13 |
| 4.2    Risico's .....                                          | 15 |
| 5    De rol van zorgvastgoed in een vastgoedportefeuille ..... | 17 |
| 6    Afwegingen .....                                          | 19 |

# 1 Relevante (demografische) ontwikkelingen

## Samenvatting

- De demografische structuur van Nederland verandert de komende decennia aanzienlijk, met directe gevolgen voor de zorg- en woningmarkt.
- Daarnaast leiden politie-bestuurlijke ontwikkelingen, zoals onder meer het scheiden van wonen en zorg en de ambulantisering van de zorg, tot een veranderende behoefte aan seniorenwoningen en zorgvastgoed.
- Onderzoek wijst uit dat er een groeiende behoefte is aan geschikte huisvesting om in de stijgende vraag te voorzien, maar ook om de omvangrijke vervangings- en verduurzamingsvraag voor verouderd zorgvastgoed het hoofd te kunnen bieden.

## Dubbele vergrijzing

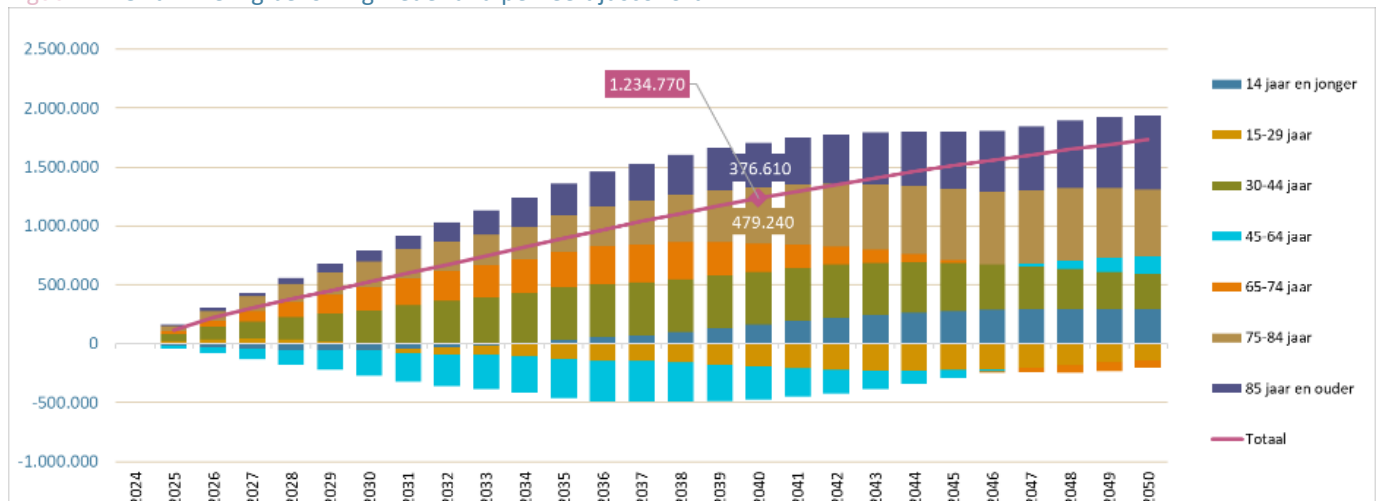
De (Nederlandse) bevolking vergrijs in een versneld tempo: het aantal 65-plussers groeit van circa 3,7 miljoen in 2024 naar ruim 4,8 miljoen in 2040 (+30%). Ter vergelijking: de totale verwachte bevolkingsgroei in deze periode in Nederland komt uit op circa 1,2 miljoen. Cijfermatig bestaat de Nederlandse bevolkingsgroei dus bijna volledig uit 65-plussers. Deze numerieke vergrijzing is significant, maar het echte effect is merkbaar in de intensiteit van de vergrijzing. Het aantal 75-plussers en 85-plussers groeit met respectievelijk 37% en 91% procentueel nog veel harder. In totaal zijn er in 2040 circa 855.000 meer 75-plussers in Nederland dan in 2024<sup>1</sup>. Deze demografische ontwikkeling leidt naar verwachting tot een sterke toenemende zorgvraag.

## Demografische neveneffecten

De vergrijzing en hogere levensverwachting gaan gepaard met een aantal belangrijke neveneffecten. De beroepsbevolking

neemt namelijk af en ook in de zorgmarkt zorgt dit voor krapte. Nu al zijn er 50.000 vacatures in de branche Zorg en Welzijn, er is met name een tekort aan verpleegkundigen en verzorgenden. Het tekort zal in de komende decennia verder oplopen. Dit effect op de ‘professionele’ zorgmarkt wordt versterkt door de gevolgen op de ‘informele’ zorgmarkt. Het aantal mantelzorggevers neemt in de periode tot 2040 namelijk veel minder sterk toe dan het aantal potentiële mantelzorgontvangers. In 2040 zal het aantal mantelzorgers per mantelzorgontvanger gedaald zijn van 5 naar 3<sup>2</sup>. Daarnaast leidt een hogere levensverwachting ook tot meer eenpersoonshuishoudens wanneer een van de partners overlijdt. Dit gaat gepaard met meer gevoelens van eenzaamheid. Hoe ouder men wordt, hoe sterker de gevoelens van eenzaamheid. Bij 85-plussers is 63% van de mensen matig of sterk eenzaam<sup>3</sup>. Zorgvastgoed kan een belangrijk puzzelstukje zijn in het oplossen van deze maatschappelijke problematiek rondom zorgverlening en eenzaamheid.

Figuur 1: Ontwikkeling bevolking Nederland per leeftijdscohort



Bron: ABF Research, bewerking Achmea Real Estate

<sup>1</sup> Bron: ABF Research, bewerking Achmea Real Estate

<sup>2</sup> Bron: SCP (2019).

<sup>3</sup> Bron: RIVM (i.o.v. Ministerie VWS)

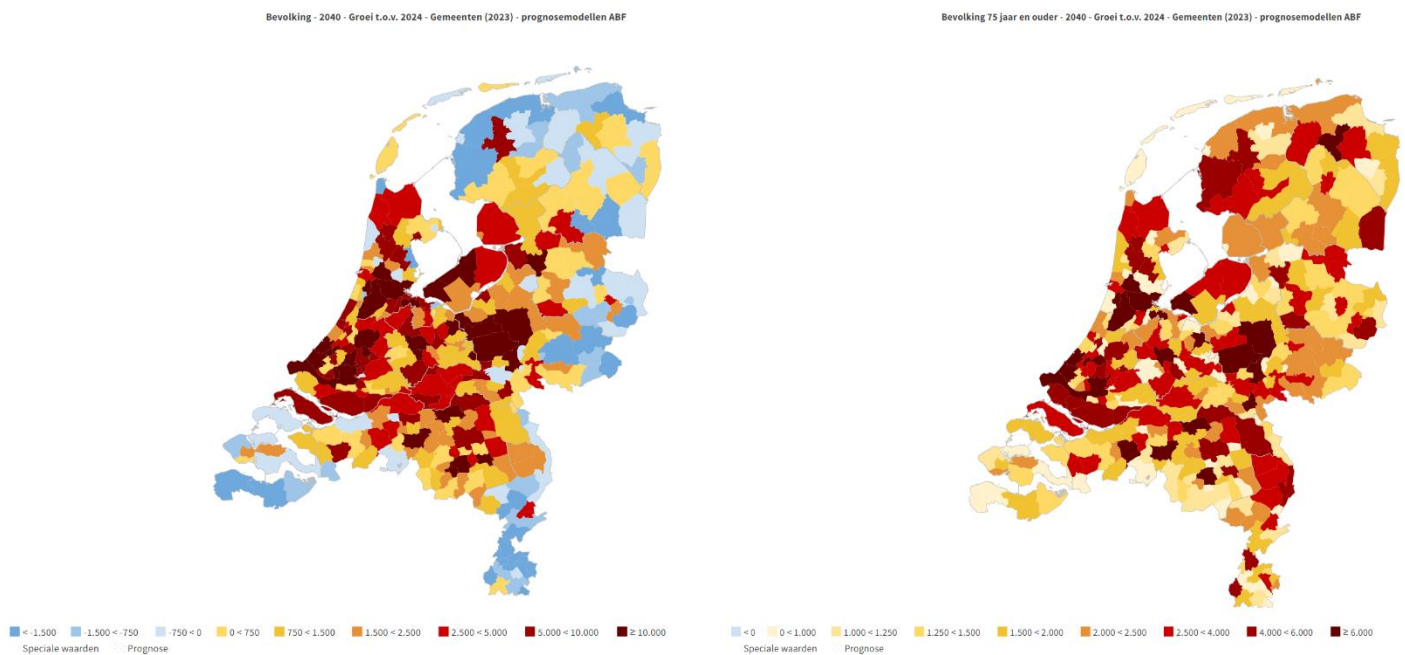
### Regionale verschillen

De bevolking groeit in de meeste gemeenten, met uitzondering van perifere regio's zoals delen van Zeeland, Limburg en Oost- en Noord-Nederland. Het aantal 75-plussers groeit echter in *elke* Nederlandse gemeente. Deze groei is evenwichtiger over het land verspreid, ook op de langere termijn. In relatieve termen is het contrast nog groter omdat de perifere gebieden minder goed in staat zijn om jongeren vast te houden. Dit leidt tot nog minder mantelzorgers en (dus) een grotere formele zorgvraag in landelijke regio's. In krimpregio's kan de bevolkingsdaling van met name mensen met jonge en middelbare leeftijd leiden tot overaanbod van traditionele woonvormen. Woningen die geschikt zijn voor het leveren van zorg kennen juist een tekort.

### Voorraad vastgoed is verouderd

Naast het feit dat er op basis van de demografische ontwikkelingen een groeiende vraag is te verwachten naar alle typen van zorgvastgoed is er ook een grote vervangingsvraag. Deze manifesteert zich met name bij de bestaande voorraad van verpleeghuizen. De overheid stuurt erop om deze voorraad niet uit te breiden maar vervanging is wel noodzakelijk. Het EIB<sup>4</sup> concludeerde in 2015 al dat de helft van het zorgvastgoed vóór 1980 is gebouwd. Capital Value<sup>5</sup> stelde in haar onderzoek uit 2024 dat naast de te langzame groei van de voorraad, de kwaliteit van de bestaande voorraad niet toereikend is om aan toekomstige behoeften te voldoen. 58% van de totale voorraad zorgvastgoed dateert van voor 1995, en ruim zes miljoen vierkante meter heeft een energielabel E of lager. Investerings in de uitbreiding en kwaliteitsverhoging van zorgvastgoed zijn daarom dringend nodig

Figuur 2: Absolute groei bevolking Nederland tot 2040 per gemeente (Totaal: links; 75+: rechts)



Bron: ABF Research, bewerking Achmea Real Estate

<sup>4</sup> Bron EIB Beleggen in zorgvastgoed

<sup>5</sup> Bron : Capital Value, Voorraad zorgvastgoed groeit langzamer dan ooit



## 2 Typen zorgvastgoed

### Samenvatting

- Er bestaan verschillende soorten zorgvastgoed, welke kunnen worden geclassificeerd naar hun functie.
- Cure zorgvastgoed is gericht op permanent verblijf in een omgeving waar goede zorg verleend kan worden. Levensloopbestendige woningen zijn geschikt om zelfstandig te kunnen wonen terwijl intramurale woonzorg is gericht op mensen die 24-uurszorg nodig hebben. Particuliere en intramurale woonzorg vervangen het oude verpleeghuis. De financiering van deze zorg is geregeld via de Wet Langdurige Zorg. Bewoners betalen aan de zorginstelling huur en een inkomensafhankelijke eigen bijdrage voor de zorg.
- Care zorgvastgoed is gericht op genezing en daardoor betreft het in principe een tijdelijk verblijf. Eerstelijnszorgcentra zijn een gangbaar investeringsproduct geworden evenals particuliere klinieken. De zorg die hier wordt verleend, wordt veelal vergoed uit de basisverzekering. Ziekenhuizen, laboratoria en onderzoeksinstituten lenen zich minder voor investeringen door institutionele beleggers.

### Vastgoed in de zorg

Vastgoed is voor zorgorganisaties een bedrijfsmiddel. Ondanks dat de investeringen hoog zijn maken de jaarlijkse vastgoed-gerelateerde bedrijfslasten slechts een beperkt deel (circa 20%) uit van de totale kosten. De indeling van de typen zorgvastgoed volgt dan ook de indeling van de zorg. De eerste onderverdeling is die van Care en Cure. Care gaat uit van verzorging en behandeling zonder dat er zicht is op genezing. Bijvoorbeeld in de ouderen- en gehandicaptenzorg. Cure gaat uit van genezen zoals bij de huisarts, fysiotherapeut en het ziekenhuis. Ondanks dat deze indeling redelijk eenduidig is, kan de investeringsfocus zeer verschillen tussen beleggers in zorgvastgoed.

### 2.1 Care

Zoals gezegd gaat de Care sector uit van verzorging en behandeling zonder dat er zicht is op genezing. Daardoor is care zorg(vastgoed) hoofdzakelijk gericht op langdurig verblijf / wonen in een omgeving waar goede zorg verleend kan worden. Binnen dit segment vallen de levensloopbestendige woningen en de particuliere en intramurale woonzorg,

#### Levensloopbestendige woningen en seniorenhuisvesting

Levensloopbestendige woningen zijn zelfstandige, drempel- en tredeloze appartementen en (aanleun)woningen voor mensen met een lichte, al dan niet geïndiceerde zorgvraag (voorheen ZZP 1-4<sup>6</sup>). Ook zijn deze bestemd voor zelfstandig wonende senioren die voorbereid willen zijn op een toekomstige zorgvraag. De bewoner huurt zijn woning direct van de belegger. Beleggers focussen zich vooral op het middensegment en het vrije sector segment omdat in deze segmenten de meeste vraag te verwachten is. Naast beleggers zijn ook woningcorporaties actief waarbij Habion en Woonzorg Nederland twee grote landelijk

opererende partijen zijn. Levensloopbestendige woningen liggen vaak op loop- of rollator afstand van voorzieningen als een winkel en openbaar vervoer. Bij voorkeur is er een gemeenschappelijke ruimte aanwezig waar mensen elkaar kunnen ontmoeten. Hierbij wordt doorgaans ook een community gecreëerd en onderhouden door een community manager. Zorg is nabij en op afroep beschikbaar.

#### Woonzorg met een WLZ indicatie

Binnen de care sector is het volgende segment dat we onderscheiden die van woonzorg met een indicatie vanuit de Wet Langdurige Zorg (WLZ). Dit betreft zorg met een zware zorgbehoefte waarbij de zorg 24 uur aanwezig is en door een erkende instelling geleverd wordt. Het gaat hierbij om verpleging voor met name bewoners met een:

- verstandelijk, zintuiglijk of lichamelijk handicap
- die intensieve geestelijke gezondheidszorg nodig hebben
- ouderen met geheugenproblematiek of somatische aandoeningen

In bijna alle gevallen huurt de zorginstelling van de belegger. Bij de intramurale setting krijgt de zorginstelling van de overheid een huisvestingsvergoeding (de Normatieve Huisvestingscomponent, NHC) en betaalt de bewoner een eigen bijdrage aan het CAK. Bij het scheiden van wonen en zorg betaalt de bewoner een vergoeding aan de zorginstelling voor verblijf, eten en aanvullende diensten. De maandelijkse kosten voor de consument kunnen uiteenlopen van € 0-2.950 bij een reguliere instelling tot € 850-10.000 per maand in een particuliere setting, en zijn onder meer afhankelijk van de zorgvraag en het gekozen luxe-segment. De locaties in het lagere segment liggen doorgaans in kernen van

<sup>6</sup> ZZP staat voor zorgzwaartepakket en dit is een indicatie voor de zorg die iemand nodig heeft welke door het onafhankelijke Centraal Administratie Kantoor (CAK) wordt afgegeven.

dorpen en steden waar een efficiënte zorgexploitatie mogelijk is. In het hogere segment betreffen het vaak monumentale panden. Die hebben vanwege hun aard een minder efficiënte indeling en op minder courante locaties liggen waardoor de zorg minder optimaal georganiseerd kan worden.

## 2.2 Cure

De sector cure gaat in de basis uit van genezing, al zal dat niet in alle gevallen mogelijk zijn. Verblijf is in deze sector daardoor in principe tijdelijk. Van een bezoek aan de huisarts tot een langere opname in een ziekenhuis. Het cure segment bestaat uit zogenaamde eerstelijns, tweedelijns en derdelijns zorg.

### Eerstelijns zorg

Eerstelijnszorg zijn zorgdisciplines die in principe direct voor de zorgconsument toegankelijk zijn zoals een huisarts, een fysiotherapeut en een apotheek. Deze functies kunnen zelfstandig gevestigd zijn, maar steeds vaker clusteren deze vormen van zorg samen in eerstelijnszorgcentra, vaak aangevuld met een prikpoli, psycholoog, diëtist, tandarts en andere eerstelijns functies. In een aantal gevallen houden medisch specialisten vanuit het ziekenhuis onder regie van de huisarts er ook praktijk. Dit is met name het geval voor veel voorkomende ziektes zoals COPD of Diabetes. De opvolging kan dan sneller en beter worden gedaan. Er wordt dan gesproken van Anderhalvelijns zorg. Eerstelijnscentra kunnen in een zelfstandig gebouw zitten maar ook onderdeel uitmaken van een gebouw waarin levensloopbestendige woningen zitten. Door de clustering en combinatie van zorgfuncties kan de zorg beter, efficiënter en goedkoper georganiseerd worden. Daardoor bevorderen de geclusterde eerstelijns centra ook de toegankelijkheid van de zorg en spelen ze in op de wens van

zorgverleners om samen onder een dak te zitten en ook administratieve en management taken bij een manager van zo'n centrum neer te leggen.

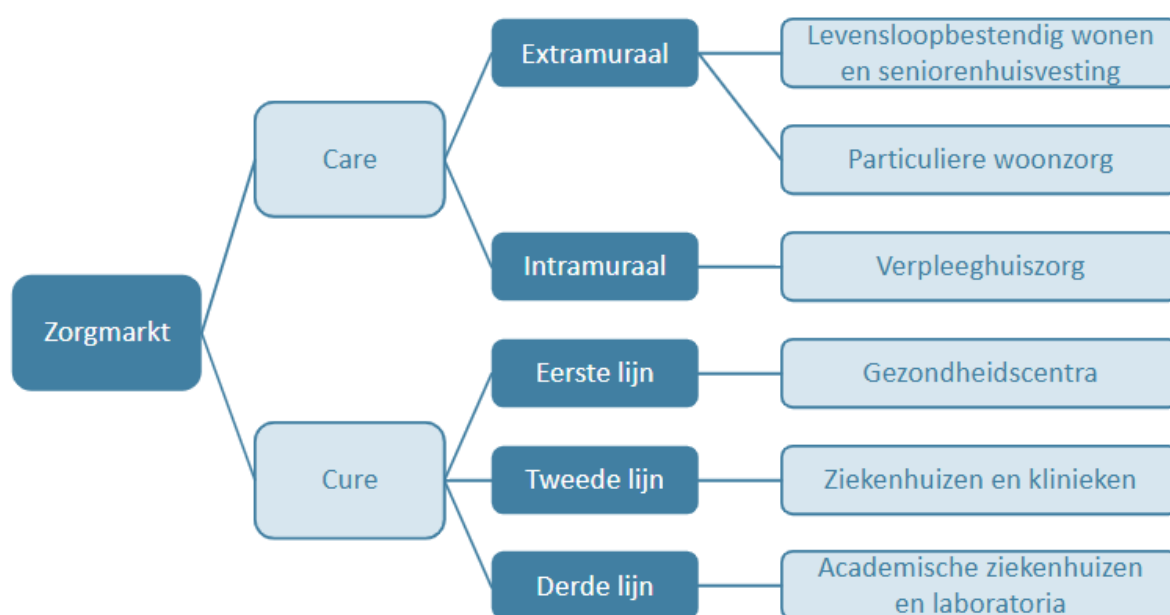
### Tweedelijns zorg

Onder de tweedelijnszorg vallen de reguliere ziekenhuizen en klinieken, zelfstandige behandelcentra, particuliere klinieken, revalidatiecentra en zorghotels alsmede zorgondersteunend vastgoed. Binnen dit segment ligt de focus van beleggers met name op zelfstandige behandelcentra ('particuliere klinieken') waarin met name verzekerde zorg wordt geleverd. Zorg als bijvoorbeeld oogoperaties, heupoperaties en andere planbare zorg die met een hoge mate van standaardisatie te verrichten is waardoor kwaliteitswinst en kostenbesparingen worden gerealiseerd. Investerings in ziekenhuizen zijn in Nederland zeer beperkt al is er ruimte om op termijn te investeren in zogenaamde dagziekenhuizen. Dit zijn doorgaans streekziekenhuizen die geen 24 uren zorg meer bieden en bijvoorbeeld geen Intensive Care of Spoedeisende Eerste Hulp hebben. Ze hebben nog wel operatiekamers maar deze zijn met name voor poliklinische ingrepen ('dagbehandeling') en daarom is er ook geen beddenhuis meer aanwezig.

### Derdelijns zorg

De derdelijns zorg is qua zorgprofiel grotendeels vergelijkbaar met de tweedelijns zorg al is in de derde lijn sprake van een hoge mate van specialisatie en wordt doorgaans ingezet als de zorg voor de tweede lijn te specialistisch is. Academische ziekenhuizen en gespecialiseerde klinieken vallen hier ook onder. Gezien het specialistische karakter is dit geen domein wat voor beleggers geschikt wordt geacht.

Figuur 3: Zorg(vastgoed)segmenten



Bron: Achmea IM

Figuur 4: Karakteristieken van de verschillende zorgsegmenten

|                                  | Levensloop-<br>bestendige woningen | Particuliere woonzorg                | Intramurale woonzorg | Gezondheidscentra                                                                               | Klinieken                                         |
|----------------------------------|------------------------------------|--------------------------------------|----------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|
| Gemiddelde investering per asset | € 35 mln                           | € 5 mln                              | € 25 mln             | € 5 mln                                                                                         | € 10 mln                                          |
| Target IRR                       | 5,50 – 5,75%                       | 6,00 – 6,25%                         | 6,00 – 6,25%         | 6,50 – 6,75%                                                                                    | 7,00%                                             |
| Type huurder                     | Individuele particuliere bewoner   | Zorginstelling                       | Zorginstelling       | Diverse zorgverleners                                                                           | Zorginstelling                                    |
| Lengte huurcontract              | Maandelijks opzegbaar              | 15 – 20 jaar                         | 15 – 20 jaar         | 10 – 15 jaar voor huisartsen, apotheek en fysiotherapeut.<br>Aanvullende zorgverleners 3-5 jaar | 20 jaar                                           |
| Drijfveren                       | Demografie                         | Demografie, overheidsbeleid, inkomen | Demografie           | Demografie, overheidsbeleid, zorgverzekeraars                                                   | Demografie, overheidsbeleid, medische technologie |
| Reputatierisico                  | Laag                               | Middel                               | Laag                 | Laag                                                                                            | Middel                                            |

Bron: Achmea Real Estate

### 3 Beleggingsmogelijkheden

#### Samenvatting

- Zorgvastgoed is een zelfstandig segment dat inmiddels een plaats heeft verworven in de portefeuilles van veel institutionele beleggers.
- Vanwege de specifieke beleggingskarakteristieken en de vereiste omvang en kennis is het raadzaam om te kiezen voor een fondsoptlossing.
- Er zijn momenteel vier Nederlandse aanbieders van zorgvastgoed die zijn gericht institutionele beleggers.
  - Het zorgvastgoedfonds van Achmea Real Estate is het oudste, grootste en best gespreide fonds;
  - Het Amvest Living and Care Fund heeft een focus op het care segment en een strategische samenwerking met diverse zorgexploitanten;
  - Apollo biedt twee sub-fondsen aan waardoor beleggers kunnen kiezen voor care (intramurale woonzorg) of cure (eerstelijns zorgcentra);
  - Bouwinvest heeft een sterke focus op levensloopbestendig wonen, aangevuld met intramurale en eerstelijnscomplexen.

#### Zorgvastgoed als belegging

In Nederland is beleggen in zorgvastgoed relatief nieuw, maar met name in de Verenigde Staten staat zorgvastgoed al langer op de radar van beleggers. Daar investeren beleggers al decennia in producten als *medical office buildings* en in *senior housing*. Deze termen laten ook zien dat zorgvastgoed grote raakvlakken heeft met andere vastgoedsegmenten. Medical offices (een product dat zich niet één-op-één in het Nederlands laat vertalen) lijken qua vastgoed op kantoren maar vanwege de specifieke invulling en bijvoorbeeld het veel lagere debiteurenrisico, worden deze sinds jaar en dag als een apart segment binnen het vastgoed beschouwd. Ook seniorenwoningen (senior housing, assisted living) worden vanwege sterke onderliggende demografische factoren en een intensiever beheer<sup>7</sup> als apart segment gezien terwijl het vastgoed sterk lijkt op reguliere woningen. Het beleggingssegment wordt dan ook niet ingedeeld naar de fysieke karakteristieken van het gebouw, maar – zoals in het voorgaande hoofdstuk toegelicht – naar het gebruik en de functie van het gebouw die zorgen voor een afwijkend rendement- en risicoprofiel.

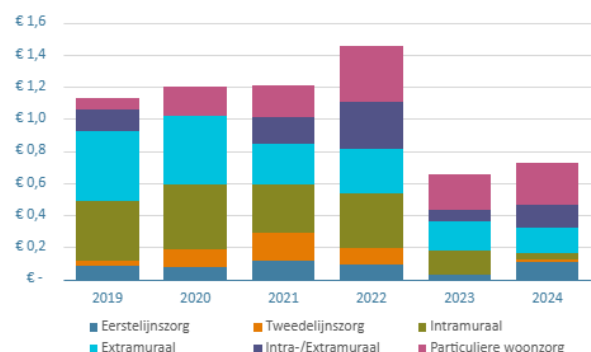
#### Zorgvastgoed beleggingsmarkt

Nederland heeft ongeveer 50 miljoen vierkante meter zorgvastgoed, wat vergelijkbaar is met de omvang van de Nederlandse kantorenmarkt of de winkelvoorraad<sup>8</sup>. Het grootste deel van het zorgvastgoed is eigendom van zorginstellingen en woningcorporaties, maar beleggers spelen een groeiende rol. Een belangrijke reden voor de verschuiving van eigendom van zorginstellingen naar beleggers is dat zorginstellingen hun kapitaal en aandacht willen focussen op het verlenen van kwalitatief goede zorg. Nieuwbouw en verduurzaming van zorgvastgoed vergt specialistische kennis die sommige zorgaanbieders liever buiten

de deur organiseren. Aan de kant van de beleggers is er juist de behoefte om in vastgoed te beleggen tegen een aantrekkelijk rendement/risico-profiel en door de opgelopen woningprijzen kijken beleggers daarvoor steeds vaker naar alternatieven. Daarbij biedt zorgvastgoed een aantrekkelijk rendement tegen een vergelijkbaar laag risicoprofiel als woningen (zie ook hoofdstuk 4).

Momenteel hebben Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen gezamenlijk rond de € 2 miljard in Nederlands zorgvastgoed belegd. Volgens adviesbureau Capital Value<sup>9</sup> werd in 2024 voor € 724 miljoen in zorgvastgoed geïnvesteerd. Dat is weliswaar een stijging van 11% ten opzichte van 2023 maar is nog niet de helft van het investeringsvolume van € 1,5 miljard uit 2022. Particulieren waren in 2024 de grootste kopersgroep, gevolgd door (Nederlandse) institutionele beleggers. Buitenlandse beursgenoteerde partijen zijn al langer op de Nederlandse markt actief, maar keken in 2024 de kat uit de boom.

Figuur 5: Investeringsvolume zorgvastgoed Nederland



Bron: Achmea Real Estate op basis van CBRE en Capital Value

<sup>7</sup> Het beheer van seniorenwoningen is intensiever dan dat van reguliere woningen omdat er specifieke, op oudere bewoners gerichte gemaksdiensten worden aangeboden (bijvoorbeeld een conciërge), omdat er meer domotica in de woningen is aangebracht (bijvoorbeeld een alarmeringssysteem), en/of omdat oudere bewoners vaak mondiger

zijn ten aanzien van hun wensen en klachten over hun woonomgeving. Dit intensievere beheer is vaak ook een verdienmodel waardoor het rendement op seniorenwoningen hoger ligt dan bij reguliere woningen.

<sup>8</sup> Bronnen: Capital Value, Cushman & Wakefield en Locatus

<sup>9</sup> <https://www.capitalvalue.nl/>



## Impactmogelijkheden zorgvastgoed

Interessant is dat particulieren en buitenlandse partijen vaak bestaand vastgoed kopen, maar dat de beleggingen van Nederlandse instituten juist vooral terecht kwamen bij het realiseren van nieuwbouw zorgvastgoed en in investeringen in verduurzaming. Nederlandse institutionele beleggers waren zo alleen in 2024 al verantwoordelijk voor 1.000 nieuwe zorgwoningen. Daarmee helpen zij de doorstroom in de reguliere woningmarkt op gang. Immers, een nieuwbouw starterswoning zorgt voor slechts 1 verhuisbeweging maar een nieuwbouw seniorenwoning kan leiden tot wel vijf verhuisbewegingen<sup>10</sup>. Ook helpen zij hiermee om eenzaamheid onder ouderen tegen te gaan, mits het vastgoed en de zorg op een goede wijze georganiseerd zijn. Daarmee realiseren beleggers in zorgvastgoed verschillende vormen van impact<sup>11</sup>:

1. Stimuleren van sociale cohesie om eenzaamheid te verminderen;
2. Faciliteren van zorgpersoneel om toegang tot de zorg te vergroten;
3. Aanbieden van betaalbaar zorgvastgoed om toegang tot de zorg(woningen) te vergroten;
4. Duurzaamheid verbeteren door actie op klimaatverandering.

## Manieren van beleggen in zorgvastgoed

Beleggen in Nederlands zorgvastgoed kan op twee verschillende manieren, namelijk door zelf een (discretionaire) portefeuille zorgvastgoed op te bouwen of door te beleggen in één of meerdere zorgvastgoedfondsen.

Het voordeel van een eigen zorgvastgoedportefeuille is dat de belegger volledig *in control* is en zijn eigen accenten in de portefeuille kan aanbrengen. Bijvoorbeeld wanneer men wil beleggen in een specifiek sub-segment, of wanneer men met zorgvastgoed een bepaalde impact beoogt te bereiken. Een nadeel is dat voor een goede risicospreiding een grote allocatie vereist is (minimaal ca. € 300 miljoen, maar liefst meer) en dat specifieke kennis noodzakelijk is. Daarnaast is men zelf verhuurder en loopt men als belegger een reputatierisico (bijvoorbeeld wanneer een incassobureau moet worden ingeschakeld richting een zorginstelling, of als een huurcontract met een zorgbehoevende bewoner moet worden beëindigd). Het voordeel van beleggen via een fondsstructuur is dat ook met kleinere bedragen in zorgvastgoed kan worden belegd en dat het reputatierisico wordt opgevangen door de fondsmanager. De belegger heeft minder rompslomp en risico, maar heeft ook minder directe zeggenschap over de portefeuille. Dit alles afwegende, ligt het voor de hand om alleen via fondsen in zorgvastgoed te beleggen.

## Beschikbare zorgvastgoedfondsen

Momenteel bieden 4 partijen fondsen aan voor Nederlands zorgvastgoed voor institutionele beleggers. Dit zijn (in alfabetische volgorde) Achmea Real Estate, Amvest, Apollo en Bouwinvest. Deze fondsen hanteren onderling verschillende strategieën. Dat

maakt dat er altijd een passende beleggingsoplossing te vinden is die past bij de voorkeuren van individuele beleggers, of die nu een gespreid fonds zoeken of juist een gespecialiseerd vastgoedfonds.

### Achmea Dutch Health Care Property Fund

Dit fonds is het oudste, grootste en meest gespreide van de 4. Het fonds heeft een doelomvang van € 1,5 miljard en richt zich op diverse zorgsegmenten in de care (levensloopbestendige woningen, particuliere woonzorg, verpleeghuiszorg) en de cure (gezondheidscentra en klinieken). Bovenop de huidige portefeuille, die € 775 miljoen bedraagt, heeft het fonds toegang tot een nieuwbouwpijplijn van ongeveer € 250 miljoen. Daardoor kent de portefeuille een goede risicospreiding over meer dan assets, over typen huurders (particulier en bedrijfsmatig), en over verschillende soorten huurcontracten (woninghuur- en commerciële huurcontracten). Met 18 beleggers kent het fonds ook een zeer stabiele basis van investeerders.

### Amvest Living and Care Fund

Dit fonds is in 2013 opgestart voor Aegon en PFZW en belegt in circa 100 particuliere woonzorglocaties voor dementie- en gehandicaptenzorg in diverse prijssegmenten. Daarvoor werkt het fonds samen met 4 geselecteerde particuliere zorgexploitanten, waarin het fonds ook een aandelenbelang heeft (gehad). Momenteel verbreedt het fonds zich richting andere care-segmenten, zoals assisted living en intramurale woonzorg. Het fonds heeft een concrete nieuwbouwpijplijn en een voorkeursrecht op zorgprojecten van het Amvest Development Fund. Het fonds is recent een equity raise gestart om € 250 miljoen op te halen voor verdere groei. Zodra dit bedrag bereikt is, gaat het fonds weer dicht. Het fonds heeft de mogelijkheid om gebruik te maken van vreemd vermogen maar doet dat nu niet.

### Apollo Zorgvastgoedfondsen

Het fonds bestaat sinds 2013 en wordt gemanaged door Hartelt, een beleggingsboutique met klein team en een beperkte AUM. Beleggers kunnen hun geld alloceren naar 2 sub-fondsen (*Nursing homes* met daarin particuliere en intramurale woonzorg en *Care and treatment centers* dat belegt in gezondheidscentra). Daardoor kan een belegger kiezen voor één of voor beide segmenten. Apollo belegt niet langer in levensloopbestendige woningen. Het sub-fonds dat daarvoor was opgericht, is vanwege gebrek aan belangstelling in afbouw.

Apollo heeft een doelomvang van € 500 miljoen en een target return van 7,0% (IRR) en 5,0% (distribution yield). De fondsen zijn met respectievelijk € 113 mln en € 87 mln belegd vermogen nog klein van omvang en ondanks dat Hartelt sterk inzet op groei, is dat de afgelopen jaren niet gelukt.

### Bouwinvest

Bouwinvest belegt sinds 2014 in zorgvastgoed en heeft in die tijd een portefeuille zorgvastgoed met circa 40 assets opgebouwd voor bpfBOUW. Deze portefeuille heeft momenteel een omvang

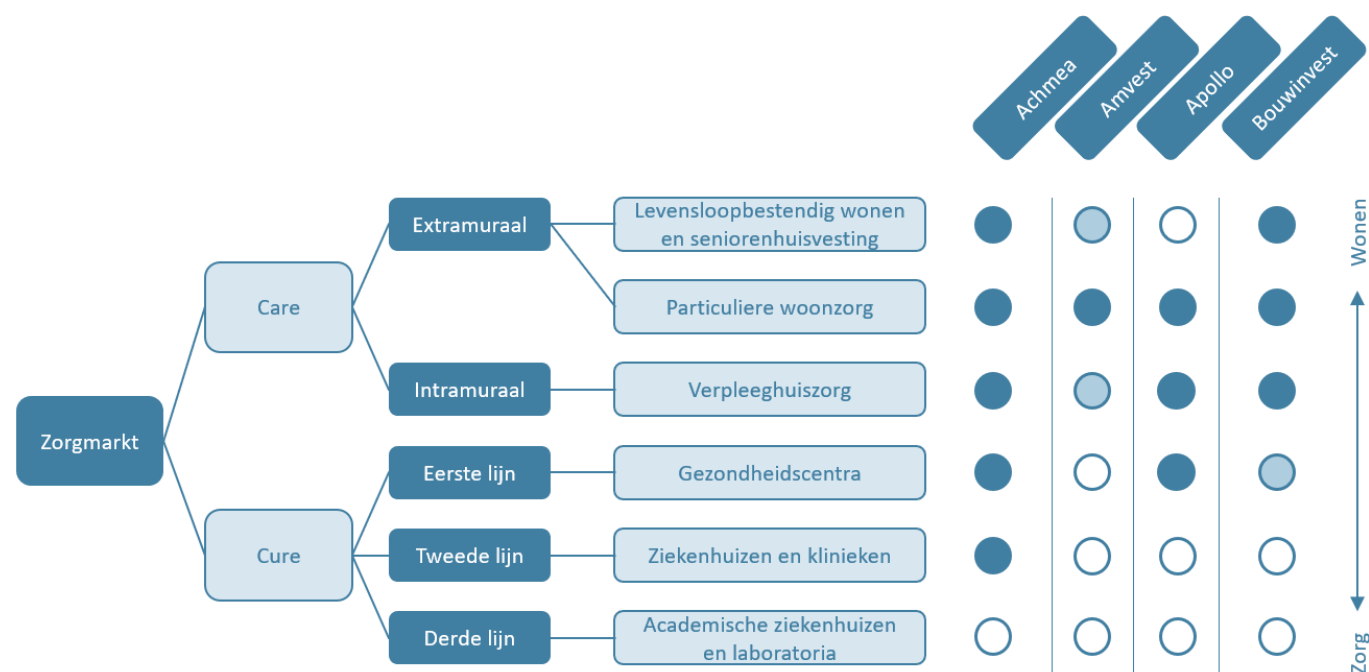
<sup>10</sup> Stec Groep

<sup>11</sup> Achmea Real Estate, 2025, Impact Framework Achmea Dutch Health Care Property Fund

van zo'n € 700 miljoen en een uitbreidingsbehoefte van nog eens circa € 200 miljoen. De strategie is vooral gericht op de care (98%). Door de mix van care segmenten kent de portefeuille een interessante risicospreiding over typen huurcontracten. Deze bestaande portefeuille blijft exclusief voor bpfBOUW. Deze portefeuille is niet open voor nieuwe toetreders, maar daarvoor is Bouwinvest momenteel bezig met het oprichten van een nieuw zorgvastgoedfonds: het Bouwinvest Senior Living and

Care Fund. Dit fonds krijgt een vergelijkbaar beleggingsprofiel, maar richt zich – in tegenstelling tot het bestaande fonds – op de acquisitie van bestaand vastgoed. Daardoor concurreert het fonds meer dan de andere met particuliere en buitenlandse beleggers, maar kunnen commitments wel relatief snel worden ingevuld. Voor dit nieuw fonds heeft Bouwinvest tot nu toe € 120 miljoen aan kapitaal opgehaald van diverse investeerders.

Figuur 6: Zorgvastgoedfondsen en de segmenten waar zij in beleggen



Bron: Achmea IM, op basis van openbaar beschikbare informatie

## 4 Rendementen en risico's

### Samenvatting

- Zorgvastgoed kent een aantrekkelijk rendement per eenheid risico. Dit rendement is relatief stabiel.
- Met name de intramurale woonzorg en de cure kennen – vanwege de lange huurcontracten – een stabiel rendement.
- Daarnaast levert zorgvastgoed ook een maatschappelijk rendement. Dat bestaat onder meer uit efficiënter gebruik van de woningvoorraad, betere toegang tot zorg, en lagere druk op mantelzorgers.
- Zorgvastgoed kent ook specifieke risico's, zoals de publieke financiering, andere politieke risico's en een reputatierisico.
- Omdat de financiering van zorgverlening is geborgd, zijn de risico's die samenhangen met het faillissement van een huurder minder groot dan in andere vastgoedsegmenten.

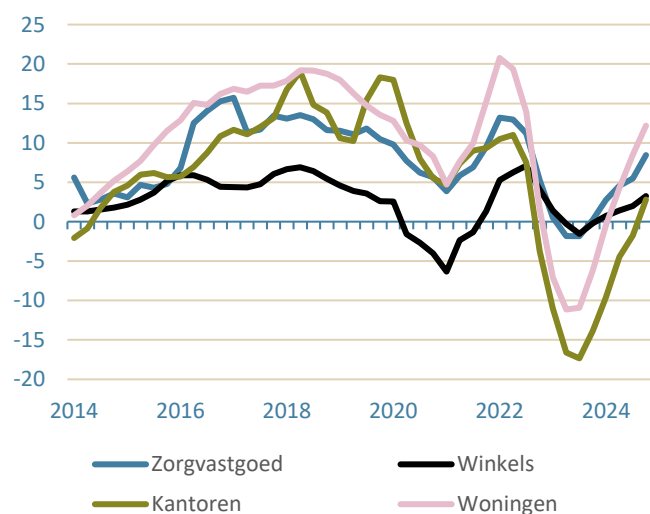
### 4.1 Rendementen

Het rendement op zorgvastgoed bestaat uit een financieel rendement dat kan worden gebruikt om pensioenen te betalen, en een maatschappelijk rendement.

#### Financieel rendement

Hoewel zorgvastgoed in Nederland nog steeds een relatief klein en jong segment is, zijn rendementsreeksen van zorgvastgoed steeds robuuster geworden. Uit figuur 7 wordt het generieke beeld van totaal rendement per vastgoedsegment duidelijk. Zorgvastgoed liet in bijna alle jaren een positief rendement zien, en het rendement is ook relatief stabiel. Daarnaast is zorgvastgoed zelden de outperformer maar ook nooit de underperformer. In de periode 2012 Q4 tot en met 2024 Q4 behaalde zorgvastgoed een gemiddeld totaalrendement van 7,2%. Voor winkels, kantoren en woningen bedroeg dit respectievelijk 2,7%, 4,8% en 8,9%.

Figuur 7: Totaal Rendement Nederlands vastgoed (% geannualiseerd 2024 Q4)

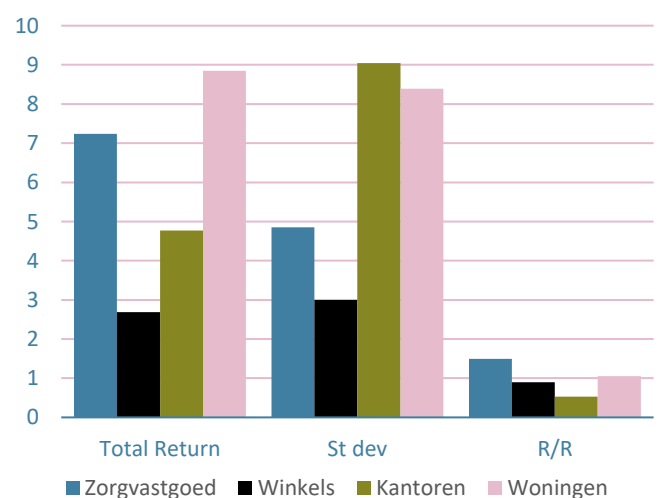


Bron: MSCI Netherlands Quarterly Property Index (Unfrozen)

#### Financieel risico i.r.t rendement

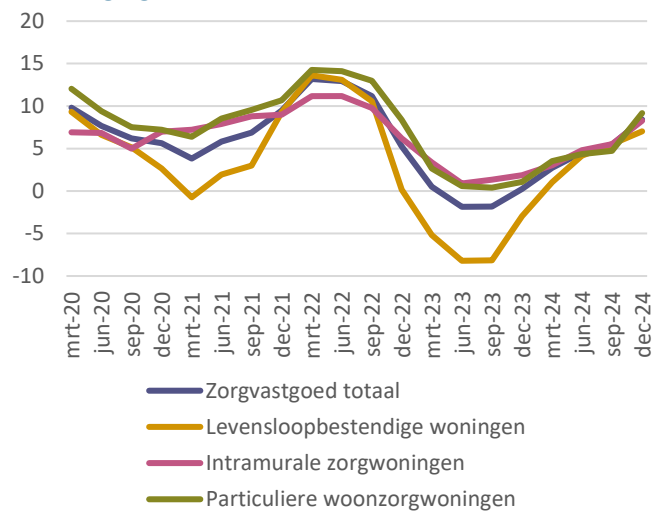
Wat in de figuur ook goed zichtbaar is, is de lage volatiliteit van zorgvastgoed. Hoewel retail relatief constanter – maar ook minder goed – presteerde, waren de rendementsvariaties (gemeten in standaarddeviatie) van kantoren en woningen beduidend groter dan bij zorgvastgoed. Het rendement, de variatie en de berekende return/risk-verhouding zijn weergegeven in figuur 8. De conclusie op basis van deze data is dat zorgvastgoed per eenheid risico het hoogste financiële rendement oplevert. Zo bezien biedt zorgvastgoed een interessant beleggingsprofiel met een aantrekkelijk totaal rendement tegen relatief beperkt risico.

Figuur 8: Return/Risk-ratio Nederlands vastgoed (2012-2024)



Bron: MSCI Netherlands Quarterly Property Index (Unfrozen), edited by Achmea Real Estate

Figuur 9: Totaalrendement zorgvastgoed en individuele woonzorgsegmenten



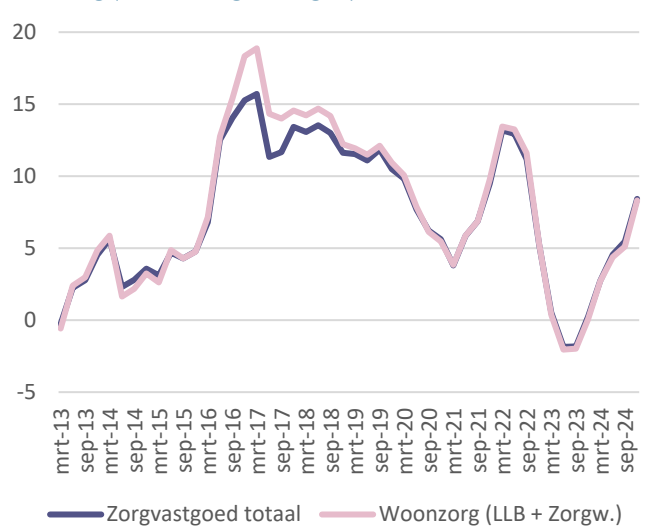
Bron: MSCI Netherlands Quarterly Property Index (Unfrozen)

### Rendementen en karakteristieken zorgvastgoedsegmenten

Het aantal deelnemers en de AUM van de MSCI-Nederlands zorgvastgoedindex is groeiende. De losse deelsegmenten van zorgvastgoed zijn echter nog beperkt geschikt voor analyse-doeleinden. Wel kunnen we op basis van de beschikbare gegevens richtinggevende uitspraken doen over levensloopbestendige woningen en over intramurale en particuliere woonzorg. In de laatste jaren zien we die individuele sub-segmenten redelijk dezelfde rendements-ontwikkeling doormaken (zie figuur 9). De meest duidelijke afwijking vertoont het segment levensloopbestendige woningen. Dit segment is qua beleggingskarakteristieken nauw verbonden aan reguliere woningen. Bekend is dat deelnemende fondsen in dit segment relatief zwaar gewogen in Randstedelijke gebieden zitten. Het is daarom niet verwonderlijk dat de zichtbare negatieve afwijking van 'levensloopbestendige woningen' in 2023 synchroon loopt met de mindere beleggingsprestaties van woningen. In een periode van duidelijke outperformance van de woningmarkt profiteren levensloopbestendige woningen echter ook net als reguliere woningen.

Helaas is de omvang van de verschillende 'curatieve'-segmenten zoals eerstelijns en tweedelijnszorgvastgoed in de Nederlandse MSCI-index op dit moment nog te beperkt waardoor MSCI geen gegevens over deze sub-segmenten publiceert. Wanneer alle Woonzorgsegmenten worden samengenomen en afgezet tegen de totale benchmark, wordt theoretisch het verschil tussen beiden reeksen verklaard door het Cure-segment en overige segmenten. Uit de cijfers blijkt echter dat de verschillen in totaalrendement nihil zijn. Het grote gewicht van het totale Care-segment speelt hier natuurlijk in mee.

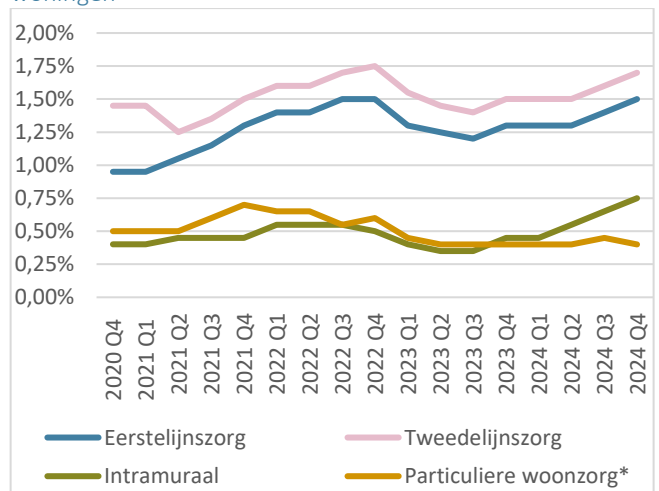
Figuur 10: Totaal rendement Zorgvastgoed totaal en Woonzorg (LLB en Zorgwoningen)



Bron: MSCI Netherlands Quarterly Property Index (Unfrozen)

Voor prime aanvangsrendementen geldt eenzelfde databeperking in de MSCI-index. Het gaat hier om bruto aanvangsrendementen voor 'het beste' vastgoed op de 'beste' locatie. Omdat de absolute hoogte van deze aanvangsrendementen vertrouwelijk zijn, geven we het relatieve verschil ten opzichte van levensloopbestendige woningen. Voor zorgwoningen waar meer intensieve zorg verleend wordt (intramuraal en particuliere woonzorg) ligt de bandbreedte van aanvangsrendementen 40 tot 75 basispunten hoger dan bij levensloopbestendige woningen. Bij eerstelijns- en tweedelijnszorgvastgoed liggen bruto aanvangsrendementen v.o.n. van eerste klas zorgvastgoed circa 100 basispunten hoger dan bij zorgwoningen met intensieve zorg.

Figuur 11: Opslag Bruto aanvangsrendement v.o.n. eerste klas zorgvastgoed t.o.v. levensloopbestendige woningen



Bron: Achmea Real Estate

\* Triple-net (overig single net)



## Maatschappelijk rendement

Naast het financieel rendement, leveren beleggingen in zorgvastgoed ook een maatschappelijke bijdrage. Zo dragen beleggers in zorgvastgoed bijvoorbeeld bij aan:

- **Het verbeteren van de toegankelijkheid van de zorg:** de beleggingen vergroten het aanbod van o.a. levensloopbestendige woningen, particuliere dementiezorg en geïntegreerde eerste- en anderhalvelijnszorgcentra waardoor meer Nederlanders van deze voorzieningen gebruik kunnen maken. Juist de achterban van (zorg)verzekeraars en pensioenfondsen zijn erg van deze voorzieningen afhankelijk;
- **Het reduceren van de druk op mantelzorg:** Onderzoek van Zilveren Kruis geeft aan dat druk op de zorg en mantelzorg bij geschikt zorgvastgoed flink lager kan zijn. Daardoor leiden investeringen in modern zorgvastgoed ook bijdraagt tot een hogere efficiency en dus de betaalbaarheid van zorg;
- **Verduurzamen zorgvastgoed:** lang niet alle zorginstellingen hebben de kennis en de financiële middelen om hun bestaande, verouderde vastgoed te verduurzamen. Beleggers en in zorgvastgoed gespecialiseerde vermogensbeheerders kunnen zorginstellingen hierbij helpen. Zo leveren zij niet alleen een bijdrage aan de energietransitie, maar *en passant* ook aan de verbetering van de kwaliteit van de zorg(omgeving);
- **Het op gang brengen van ‘verhuistrentjes’:** het realiseren van een starterswoning brengt 1 verhuisbeweging op gang, maar een nieuwe seniorenwoning leidt gemiddeld tot 5 verhuizingen. De woning die de senior achterlaat wordt ingevuld door een stel op middelbare leeftijd, hun woning wordt betrokken door een jong gezin. Het appartement dat zij verlaten komt beschikbaar voor een starter en deze starter laat een studentenkamer achter. Zo leidt de realisatie van 1 seniorenwoning tot 5 optimalisaties van de woonsituatie.

Om deze redenen komt zorgvastgoed ook in aanmerking voor impact beleggen. Hoewel de maatschappelijke rendementen niet altijd van doorslaggevend belang zullen zijn, kunnen deze argumenten wel bijdragen in het vertellen van ‘het verhaal achter de beleggingen’ aan de pensioendeelnemers en andere stakeholders van institutionele beleggers.

## 4.2 Risico's

Bovenop de algemene vastgoedrisico's, brengt beleggen in zorgvastgoed specifieke risico's met zich mee die in meer- of mindere mate gemitigeerd kunnen worden.

- **Economische risico's.** Doordat zorginstellingen voor hun financiering afhankelijk zijn van overheidsbeleid (zoals subsidies of vastgestelde tarieven), is zorgvastgoed – in tegenstelling tot andere vastgoedsegmenten zoals kantoren, retail en logistiek – relatief ongevoelig voor economische schommelingen. Zorgvastgoedsegmenten buiten de

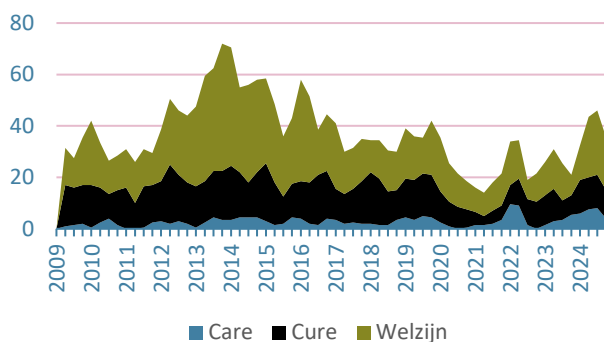
verzekerde zorg, zoals bepaalde cosmetische ingrepen of zorgwoningen met hoge huurprijzen voor bewoners, kunnen daarentegen juist wel economisch gevoelig zijn.

- **Publieke financiering:** De afhankelijkheid van publieke financiering betekent echter ook dat wijzigingen in overheidsbeleid directe impact kunnen hebben op de businesscase van huurders van zorgvastgoed. De zorgvastgoedmarkt is sterker dan andere vastgoedsegmenten gekoppeld aan overheidsbudgetten, waarbij een deel van de sector een huisvestingsvergoeding ontvangt. Bij individueel verhuurde levensloopbestendige en extramurale zorgwoningen speelt de politieke component rondom huisvesting een minder prominente rol. Voor vermogensbeheerders is het cruciaal om te opereren binnen marktconforme en betaalbare kaders, zodat politieke risico's met betrekking tot de huisvestingsvergoeding worden geminimaliseerd
- **Overige politieke risico's:** Beleidswijzigingen van de overheid kunnen op de lange termijn invloed hebben op zowel de organisatie van de zorg als de zorgvastgoedmarkt. Dit betreft niet alleen veranderende financieringsstromen, maar ook aanpassingen in kwaliteitseisen, zoals strengere bouwregelgeving voor zorgvastgoed. Het is essentieel dat de vermogensbeheerder een duidelijke visie heeft op de toekomst van de zorg en voldoende voorbereid en flexibel is om in te spelen op trends zoals ‘scheiden van wonen en zorg’ en de verdere extramuralisering.
- **Objectrisico's:** Zorgvastgoed kan, net als overig vastgoed, economisch, energetisch of functioneel verouderen. Veel verouderd zorgvastgoed is niet alleen energetisch gezien aan verbetering toe, ook functioneel veranderen wensen en eisen ten aanzien van gebruik door de tijd. Veel van de bestaande en verouderde voorraad zorgvastgoed herbergt deze risico's. Voor nieuwbouw is dit veel minder het geval. In het care-domein is het belangrijk dat zorgvastgoed flexibel en voor meerdere doeleinden inzetbaar is. De alternatieve aanwendbaarheid tussen wonen zonder zorg en wonen met zware zorg zou functioneel gezien relatief groot moeten zijn. Bij nieuwbouw is dit meestal het geval en zijn deze risico's klein. Portefeuilles waarin belegd wordt, zijn idealiter van hoge energetische en bouwkwaliteit en zijn toekomstbestendig als het gaat om functioneel gebruik en alternatieve aanwendbaarheid. Het combineren van lichte en zware zorgfuncties in complexen of bij elkaar liggende gebouwen vergroot de flexibiliteit van toekomstig gebruik.
- **Faillissementsrisico's:** Hoewel faillissementen onder zorginstellingen mogelijk zijn, blijkt uit CBS-cijfers dat dit relatief weinig voorkomt (zie figuur 12). Wanneer faillissementen zich voordoen, betreft dit voornamelijk partijen in het welzijnsdomein. Zorginstellingen opereren doorgaans met beperkte winst- en resultaatmarges, terwijl kostenstijgingen een voortdurende uitdaging vormen.

Factoren zoals de hoge inflatie in de afgelopen jaren, stijgende financieringskosten en oplopende personeelskosten en -tekorten dragen hieraan bij. Een specifieke uitdaging van het personeelstekort uit zich in het (tijdelijk) sluiten van afdelingen waardoor opbrengsten horende bij zorgcliënten er niet zijn terwijl een deel van de vaste kosten blijft.

Voor assetmanagers is het essentieel om nauwe relaties te onderhouden met huurders, het zorgdomein en politieke instanties om snel te kunnen handelen indien nodig. Wat de zorgmarkt onderscheidt van andere vastgoedmarkten, is dat de continuïteit van zorg gewaarborgd wordt door Zorgkantoren en de Nederlandse Zorgautoriteit (NZa). Bij marktconforme verhuurrelaties blijft het reputatierisico op dit vlak beperkt. Verder kunnen assetmanagers riskantere zorgsegmenten, zoals de GGZ en de forensische zorg, vermijden.

**Figuur 12:** Faillissementen gezondheidszorg per kwartaal (2 kwartalen voortschrijdend gemiddelde)



Bron: CBS (2024), bewerking door Achmea Real Estate

- **Huurdersconcentratie:** Een beperkte spreiding van huurders binnen een beleggingsportefeuille kan financiële risico's met zich meebrengen, vooral wanneer zich problemen voordoen bij dominante huurders. Om deze risico's te beperken, zijn verschillende strategieën mogelijk. Het investeren in een grotere en gediversifieerde portefeuille met meerdere huurders, spreiding over verschillende zorgsegmenten (cure en care) en het vermijden van een overmatige afhankelijkheid van grote single-tenant gebouwen dragen bij aan een stabiel risicoprofiel.
- **Reputatierisico:** Beleggen in zorgvastgoed kan specifieke reputatierisico's met zich meebrengen, vooral door de nauwe link met publieke voorzieningen en overheidsfinanciering. Betaalbaarheid en toegankelijkheid zijn kernpunten in het maatschappelijke debat, waarbij hoge huren of rendementen tot politieke en publieke kritiek kunnen leiden. Daarnaast kan de kwaliteit en continuïteit van zorg impact hebben op de reputatie van beleggers. Faillissementen of misstanden bij huurders kunnen negatief afstralen op vastgoedeigenaren, zeker als deze worden gezien als puur financieel gedreven partijen zonder maatschappelijke betrokkenheid. Verder vormen beleidswijzigingen en regelgeving een risico. Aanpassingen in huurregulering, vergoedingen of het scheiden van wonen en zorg kunnen niet alleen financiële gevolgen hebben, maar ook publieke discussies uitlokken over de rol van private investeerders in de zorg. Tot slot speelt de perceptie van institutionele beleggers een rol. In tijden van politieke druk of hervormingen kan zorgvastgoed onbedoeld in de schijnwerpers komen als voorbeeld van marktwerking die botst met publieke belangen.

## 5 De rol van zorgvastgoed in een vastgoedportefeuille

### Samenvatting

- Zorgvastgoed is een volwassen segment en de rol van zorgvastgoed binnen een vastgoedportefeuille is tweeledig
  - De traditionele beleggingstechnische rol die gericht is op het optimaliseren van het risico-rendementsprofiel; en
  - Toevoegen van een maatschappelijke component aan de vastgoedportefeuille.
- Zorgvastgoed kent een zeer stabiele inkomstenstroom en verbetert de sharpe ratio van een vastgoedportefeuille
- Zorgvastgoed is echter nog een klein segment en is complexer dan andere vastgoedsegmenten.

### Zorgvastgoed is uitgegroeid tot een volwassen vastgoedsegment

Zorgvastgoed heeft zich de laatste jaren ontwikkeld tot een volwaardig vastgoedsegment. De omvang en historie van Nederlands zorgvastgoed als institutioneel beleggingsproduct is weliswaar nog relatief beperkt. Het aantal beleggingsportefeuilles dat participeert in de MSCI-index groeit en deze beleggingsportefeuilles zijn ook nog eens in opbouw. Waar tot circa 2016 de ingebrachte beleggingswaarde niet boven € 200 miljoen uitkwam, is dit sindsdien gegroeid tot € 2,6 miljard in 2024.

### Tweeledige portefeuillerol

Zorgvastgoed onderscheidt zich van de andere vastgoedsectoren door een duidelijk maatschappelijk karakter. Hierdoor kan deze sector voor een tweetal rollen in de vastgoedportefeuille worden opgesteld:

1. De traditionele beleggingstechnische rol die gericht is op het verbeteren van het risico-rendementsprofiel van de vastgoedportefeuille.
2. Toevoegen van een maatschappelijke component aan de vastgoedportefeuille

### Beter risico-rendementsprofiel van de vastgoedportefeuille

Uit de historische data blijkt dat zorgvastgoed een aantal aantrekkelijk risico-rendementskarakteristieken heeft:

- Aantrekkelijk historisch rendement. Het rendement op zorgvastgoed is hoger dan van kantoren en winkels, maar wat lager dan van woningen;
- Gematigd risicoprofiel. De volatiliteit van het rendement is gematigd en ligt aanzienlijk lager dan dat van woningen en kantoren. Daarnaast blijven de verliezen beperkt. Over de beschikbare historie is zorgvastgoed een defensieve belegging gebleken.
- Diversificatievoordeel. Zorgvastgoed heeft (deels) andere drijfveren van rendement en risico waardoor het diversificatievoordelen biedt.

De combinatie van deze kenmerken maakt dat het toevoegen van zorgvastgoed aan de vastgoedportefeuille waarde toevoegt. Het resulteert in een verbetering van de risico-rendementskarakteristieken. Dit laten we hier kwantitatief zien aan de hand van de historische kwartaaldata van de MSCI Netherlands Quarterly Property Index. De beschikbare historie is beperkt tot de

periode 2012 – 2024. Toch geeft dit inzicht in hoe het toevoegen van zorgvastgoed de portefeuille kan verbeteren. We hebben een aantal historische portefeuilles doorgerekend:

- Portefeuille 1: 10% zorgvastgoed;
- Portefeuille 2; 15% zorgvastgoed;
- Portefeuille 3: Portefeuille met de maximale Sharpe ratio;
- Portefeuille 4: Portefeuille met de minimale volatiliteit.

De Portefeuille 1 tot en met Portefeuille 3 zijn niet geoptimaliseerd. De Portefeuilles 4 is een (naïeve) optimalisatie op de basis van de beschikbare historie.

Figuur 13: Vastgoedportefeuilles

|         | Residential | Retail | Office | Healthcare |
|---------|-------------|--------|--------|------------|
| Port. 1 | 75%         | 15%    | 0%     | 10%        |
| Port. 2 | 70%         | 15%    | 0%     | 15%        |
| Port. 3 | 0%          | 0%     | 0%     | 100%       |
| Port. 4 | 0%          | 88%    | 0%     | 12%        |

Bron: Achmea IM

### Verbetering Sharpe ratio

De historische data laten zien dat het toevoegen van zorgvastgoed aan een portefeuille de risico-rendementskarakteristieken verbetert. Het vergroot de stabiliteit van het rendement en het verlaagt het risico. De Sharpe ratio van de vastgoedportefeuille verbetert hierdoor (zie figuur 14). Om een zichtbaar effect op de portefeuillekarakteristieken te hebben moet de allocatie naar zorgvastgoed wel voldoende omvang hebben. Kleine allocaties (<10%) hebben een te beperkte invloed op het risico-rendementsprofiel. De correlatie van zorgvastgoed is het hoogst met woningen (zie figuur 15). Een mogelijke oorzaak hiervoor is dat (levensloopbestendige) zorgwoningen de afgelopen jaren een groot deel van de zorgvastgoedbeleggingen uitmaakten. Dit aandeel is aan het dalen en daarmee daalt mogelijk ook de correlatie met woningen in de toekomst. Op basis van de cijfers is het echter logisch om een eventuele allocatie naar zorgvastgoed uit woningen te halen. Temeer daar winkels de laagste correlatie hebben met de andere vastgoedsectoren en een allocatie naar kantoren in de meeste vastgoedportefeuilles afwezig of reeds zeer beperkt is.

**Figuur 14: Risico-rendementskarakteristieken Vastgoedportefeuille**

|         | Rendement | Volatiliteit | Sharpe |
|---------|-----------|--------------|--------|
| Port. 1 | 7,6%      | 3,9%         | 1,95   |
| Port. 2 | 7,5%      | 3,8%         | 1,99   |
| Port. 3 | 7,1%      | 3,0%         | 2,42   |
| Port. 4 | 3,2%      | 1,9%         | 1,67   |

Bron: Achmea IM

**Figuur 15: Historische correlatietabel**

|             | Healthcare | Retail | Office | Residential |
|-------------|------------|--------|--------|-------------|
| Healthcare  | 1          | 0,53   | 0,72   | 0,82        |
| Retail      | 0,53       | 1      | 0,44   | 0,54        |
| Office      | 0,72       | 0,44   | 1      | 0,85        |
| Residential | 0,82       | 0,54   | 0,85   | 1           |

Bron: Achmea IM

### Fundamentele argumenten

Er zijn ook meer kwalitatieve redenen waarom het toevoegen van een belegging in zorgvastgoed aan de portefeuille vanuit financieel-economisch perspectief zinvol is. Uit onderzoek van onder meer Achmea Real Estate blijkt dat zorgvastgoed een voorspelbare en stabiele inkomstenstroom biedt. Dit komt onder meer door de langjarige huurcontracten, de beperkte leegstand en relatief grote diversiteit aan objecten binnen zorgvastgoed. Daarnaast is de vraag naar zorgvastgoed zo goed als ongecorrleerd met de conjunctuercyclus. De vraag naar zorgvastgoed wordt immers gedreven door de vergrijzing en andere maatschappelijke ontwikkelingen. Daarmee wijkt zorgvastgoed fundamenteel af van de traditionele vastgoedsegmenten waar economische factoren een grotere invloed hebben op de vraag. Tot slot is door de toenemende vergrijzing in Nederland sprake van een structureel groeiende vraag naar zorgvastgoed. Dit alles maakt dat de fundamentele onder zorgvastgoed goed zijn.

### Zorgvastgoed levert daarnaast een maatschappelijk rendement

Naast de aantrekkelijke risico-rendementskarakteristieken, biedt zorgvastgoed ook maatschappelijke meerwaarde. Door te beleggen in zorgvastgoed levert een belegger een bijdrage aan oplossingen voor de vergrijzingsproblematiek. Dit is één van de belangrijkste langetermijntrends en een groot maatschappelijk thema. Met investeringen in zorgvastgoed wordt de toegankelijkheid en kwaliteit van zorg verbeterd. Zorgvastgoed kan zo bijdragen aan het realiseren van ESG- en/of impactdoelstellingen. Ook dit kan een reden zijn om een aparte allocatie naar zorgvastgoed op te nemen in de vastgoedportefeuille.

### Beperkte marktomvang blijft een struikelblok

Er kleven ook een aantal aandachtspunten aan het toevoegen van zorgvastgoed aan de portefeuille. De belangrijkste zijn:

- **Relatief kleine sector:** Ondanks de groei, is de marktomvang van zorgvastgoed nog steeds beperkt. De voor institutionele beleggers momenteel beschikbare zorgvastgoedmarkt is aanzienlijk kleiner dan die voor woningen, winkels, kantoren en bedrijfsruimtes. Hierdoor kan het lastig zijn om voldoende schaalgrootte te creëren. Daarnaast kan de relatief geringe markt een hindernis zijn voor de liquiditeit (exit-mogelijkheden), al zagen we de afgelopen jaren in de praktijk dat zorgvastgoed juist het meest liquide segment was omdat hier meer kopers dan verkopers waren. Verder is het theoretisch beschikbare universum aanzienlijk. De potentie voor groei is dus groot.
- **Ander risicoprofiel:** Zoals in het vorige hoofdstuk beschreven kent zorgvastgoed specifieke risico's. Zo staat zorgvastgoed meer bloot aan overheidsregulering en overheidsbeleid dan andere vastgoedsectoren. De politieke risico's zijn hierdoor wat groter.
- **Complexer:** Zorgvastgoed is een zeer diverse sector, met veeleisende huurders. Daardoor vereist zorgvastgoed specifieke operationele kennis en betrokkenheid bij bijvoorbeeld zorginstellingen. Dit verhoogt de complexiteit.



## 6 Afwegingen

Voor een institutionele belegger kunnen diverse afwegingen een rol spelen in de overweging om zorgvastgoed toe te voegen aan de portefeuille. Een verzekeraar of pensioenfonds zou rekening moeten houden met de volgende aspecten om te beoordelen of zorgvastgoed een passend vastgoedsegment is:

- **Groot deel van de economie:** De zorgsector is een groot onderdeel van de Nederlandse economie maar doordat de meeste zorginstellingen non-profit organisaties zijn, zijn de mogelijkheden voor beleggers om in deze sector te investeren beperkt. Via zorgvastgoed kunnen beleggers toch blootstelling krijgen naar, en participeren in, deze belangrijke economische sector.
- **Inspelen op demografie:** Demografische projecties wijzen op verdere groei en vergrijzing van de (Nederlandse) bevolking. Beleggers die op deze twee ontwikkelingen willen inspelen, zouden kunnen investeren in zorgvastgoed.
- **Rendement/risico-profiel:** Zorgvastgoed biedt een aantrekkelijk rendement tegen een beperkt risico. Dat leidt tot een aantrekkelijke sharpe ratio. Vooral particuliere en intramurale woonzorg bieden een aantrekkelijke combinatie van goede rendementen en lange huurcontracten die leiden tot een stabiele, geïndexeerde inkomstenstroom.
- **Diversificatie binnen de vastgoedportefeuille:** Vanwege de fundamenteel andere beleggingskarakteristieken kan het toevoegen van zorgvastgoed er toe leiden dat de vastgoedportefeuille efficiënter wordt. Hierbij lijken de beleggingskarakteristieken van levensloopbestendige woningen op die van reguliere woningen maar dan met een sterker groeiende gebruikersvraag. Gezondheidscentra lijken het meest op commercieel vastgoed zoals winkelcentra en multi-tenant kantoorgebouwen maar dan met huurders die veel minder gevoelig zijn voor de economische conjunctuur. Particuliere en intramurale woonzorg combineren een groeiende gebruikersvraag met doorgaans langjarige huurcontracten en bieden daardoor een aantrekkelijk en stabiel direct rendement.
- **Beleggingsmogelijkheden:** Onder meer vanwege de gewenste spreiding over assets en de benodigde expertise adviseert Achmea IM om geen directe beleggingen in zorgvastgoed te doen, maar in dit segment via fondsen te beleggen. Zowel binnen als buiten Nederland zijn er diverse zorgvastgoedfondsen beschikbaar, met hun eigen karakteristieken. Daardoor is er voor beleggers ook echt wat te kiezen. Een commitment kan doorgaans binnen enkele kwartalen worden belegd.
- **Omvang:** Wanneer men impact wil maken of wanneer men zorgvastgoed wil toevoegen om een vastgoedportefeuille robuuster te maken, dan is het logisch om ten minste 10% van de vastgoedportefeuille te alloceren naar zorgvastgoed.
- **Reputatierisico:** Beleggen in zorgvastgoed kan specifieke reputationele risico's met zich meebrengen. Dit is een extra argument om beleggingen in zorgvastgoed uitsluitend via fondsen te laten verlopen.
- **Impactmogelijkheden:** Zorgvastgoed kan helpen bij het realiseren van impactdoelstellingen, zoals het verbeteren van de doorstroming op de woningmarkt, de toegankelijkheid van betaalbare zorg vergroten, en een waardige oude dag. Daarmee heeft zorgvastgoed vooral veel sociale impactcomponenten. Investeren in zorgvastgoed kan echter ook zorginstellingen helpen om hun huisvesting energiezuiniger te maken. Daarmee biedt zorgvastgoed ook kansen om de energietransitie in de zorg te helpen versnellen.



### Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. De informatie is vertrouwelijk en uitsluitend bestemd voor degene aan wie deze persoonlijk is gericht.

Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen, (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies, (iii) geen juridisch, fiscaal of ander advies. Achmea IM raadt u af een (beleggings)-beslissing uitsluitend te baseren op de informatie in dit document. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch, fiscaal of andere adviseur. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van zo'n (beleggings)beslissing.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie.

Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist (KvK 18059537), beschikt over een vergunning als beheerder van beleggingsinstellingen zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht. Achmea Investment Management B.V. is ingeschreven in het register van de Stichting Autoriteit Financiële Markten onder nummer 15001209