

Afstudeeronderzoek naar toepasbaarheid van alternatieve financieringsvormen bij algemene ziekenhuizen

Over de toepassingsmogelijkheden van alternatieve financieringsvormen bij de financiering van vastgoedinvesteringen van ziekenhuizen, rekening houdend met de context van de bestaande financieringsstructuur



Afstudeerscriptie TIAS, Master of Real Estate

Auteur:

1^e lezer:

2^e lezer:

Datum:

Dirk Holtkamp

Dirk Brounen

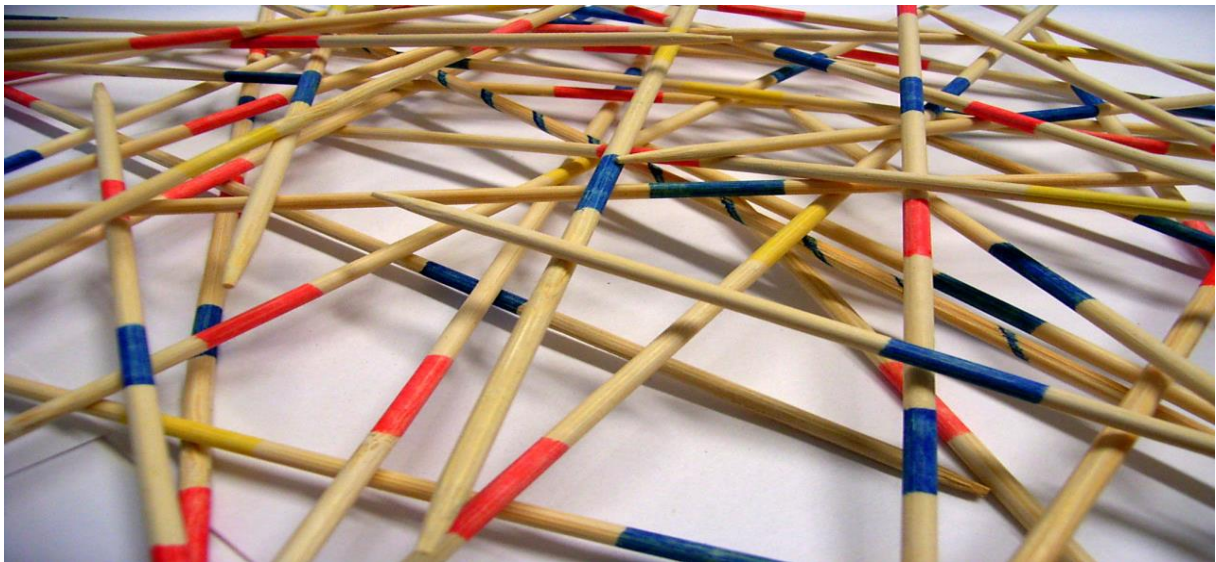
Pim Diepstraten

8 November 2015

Voorwoord

Voor u ligt de Masterthesis die ik heb geschreven naar aanleiding van het afstudeeronderzoek dat ik gedaan in het kader van de afronding van de Master of Real Estate (MRE) aan de TIAS University.

Tijdens het schrijven van deze scriptie ben ik regelmatig door medestudenten, familie, vrienden en kennissen bevraagd over de voortgang en de inhoud. Daarbij heb ik de financieringsstructuur van een zorgaanbieder bij wijze van metafoor vaak vergeleken met een stapel mikadostokjes. Het is bijna onmogelijk om iets toe te voegen, te verplaatsen of weg te nemen zonder dat dit gevolgen heeft voor de overige onderdelen van het geheel. Net zoals bij mikado is het bij een herziening van de financieringsstructuur van een zorgaanbieder van belang goed zicht te hebben op de causale verbanden, zodat geen ongewenste of onvoorziene effecten ontstaan. Waar een spelletje mikado doorgaans enkele minuten duurt, vraagt het vaststellen van een financiering strategie een vooruitziende blik van jaren en soms decennia. Daarbij geldt bovendien dat er een significant groter aantal variabelen van invloed zijn. Een bijzonder complex spel dus. Als men oprecht geïnteresseerd was in de materie, bleek de metafoor van de stapel mikadostokjes vaak een goede kapstok om het gesprek voort te zetten. Deze gedachtewisselingen zijn waardevol geweest om mijn eigen gedachten over de materie te ordenen.



Op deze plek wil ik dan ook iedereen bedanken die in vele verschillende vormen heeft bijgedragen aan het tot stand komen van deze Masterthesis. Naast de respondenten, mijn begeleider Dirk Brounen en tweede beoordelaar Pim Diepstraten, verdient mijn vriendin Linda een bijzondere vermelding; zij is gedurende het schrijven van deze Masterthesis altijd de wind in mijn rug geweest!

Het schrijven van deze scriptie is een tijdrovende maar plezierige bezigheid geweest. Het doel was om een prettig leesbare thesis te schrijven, die zowel ter lering als ter vermaak iets toe kan voegen voor de lezer. Ik hoop dan ook dat het genoeg wederzijds is!

Dirk Holtkamp

Samenvatting

De financieringsstructuur van Nederlandse ziekenhuizen leunt traditioneel sterk op vreemd vermogen. Eigen vermogen is slechts in beperkte mate aanwezig. Ziekenhuizen kennen daarbij een sterke afhankelijkheid van bancaire financiering. Decennia lang is sprake geweest van een ruim aanbod van financiering van vreemd vermogen met lange looptijden en relatief lage kredietopslagen. Ontwikkelingen in de zorgsector en de bancaire sector zorgen er echter voor dat het verkrijgen van financiering voor vastgoedinvesteringen steeds lastiger wordt voor ziekenhuizen.

Ziekenhuizen vestigen daarom hun hoop op alternatieve financieringsvormen. Gezien de beperkte beschikbaarheid van ervaringen met alternatieve financiering van ziekenhuizen in de praktijk, kan echter gesteld worden dat niet op voorhand te zeggen valt of dit inderdaad de oplossing is voor de toekomstige financiering van ziekenhuizen. Het doel van dit onderzoek is daarom het in kaart brengen welke rol verschillende alternatieve financieringsinstrumenten kunnen vervullen bij de financiering van ziekenhuisvastgoed, rekening houdend met de context van de bestaande financieringsstructuur. Daarbij is veel aandacht voor de afwegingen die de verschillende partijen daarbij maken vanuit hun eigen perspectief. Deze afwegingen zijn immers bepalend voor de toepasbaarheid.

De centrale vraag is daarbij als volgt geformuleerd:

Welke rol kunnen alternatieve financieringsvormen vervullen bij de financiering van ziekenhuisvastgoed, rekening houdend met de context van de bestaande financieringsstructuur?

Het onderzoek is vervolgens opgebouwd uit vier fases waarin de verschillende deelvragen beantwoord worden. Achtereenvolgens is daarbij aandacht voor:

- I. Contextuele onderzoeksvragen (H2 en H3);
- II. Theoretische onderzoeksvragen (H4, H5 en H6);
- III. Praktische onderzoeksvragen (H7);
- IV. Verdiepende onderzoeksvragen (H8, H9, en H10) (+ analyse in H11).

Hierbij wordt gebruik gemaakt van het TPA model ('Theorie, Praktijk, Analyse).

Alvorens de deelvragen beantwoord worden, vindt eerst een nadere afbakening van het onderzoek plaats. Daarbij wordt onder andere een focus gelegd op een beperkt aantal financieringsvormen. Namelijk Extern Eigen vermogen (d.m.v. private equity), obligatieleningen, col-lending, 'Design Build, Finance, Operate and Maintain' (DBFMO), huur bij vastgoedfondsen en sale and lease back (van vastgoed in de loop van de exploitatie, teneinde liquiditeit te verschaffen voor andere investeringen).

Nadat de context is geschetst (H2 en H3) en een theoretisch fundament is gelegd (H4, H5 en H6) wordt besproken in hoeverre alternatieve financiering van vastgoed van ziekenhuizen tot dusver in de praktijk wordt gebracht (H7). Voor de meeste alternatieve financieringsvormen die aan bod komen in dit onderzoek geldt dat er tot dusver weinig praktijk casuïstiek bestaat met betrekking tot Nederlandse ziekenhuizen. Dat maakt een verdere verdieping van belang. Bij deze verdieping wordt de toepasbaarheid van de alternatieve financieringsvormen vanuit drie perspectieven bekeken; het perspectief van alternatieve financiers (H8), het perspectief van het ziekenhuis (H9) en het perspectief van partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement (H10) met het oog op de inpasbaarheid in de bestaande financieringsstructuur. Bij de bespreking van de verschillende perspectieven staan de afwegingen van de afzonderlijke partijen centraal. De optelsom van de besproken perspectieven leidt vervolgens per alternatieve financieringsvorm, tot een conclusie met betrekking tot de toepasbaarheid (H11).

De conclusie van het onderzoek is dat verschillende alternatieve financieringsvormen een goede aanvulling kunnen zijn op bancaire financiering. Vanuit het perspectief van ziekenhuizen gelden vooral de obligatieleningen en co-lending daarbij als interessante opties. Voor beiden geldt echter dat de alternatieve financiers in kwestie (nog) terughoudend zijn ten aanzien van de zorgsector vanwege de moeilijke inschatbaarheid van de risico's. Bij co-lending zouden banken hierbij een agency-rol kunnen vervullen. Met betrekking tot huur van vastgoedfondsen geldt zowel vanuit het perspectief van het ziekenhuis als vanuit het perspectief van de vastgoedfondsen dat de toepassingsmogelijkheden heel erg afhankelijk zijn van de functie van het vastgoed. Te specifiek vastgoed dat veel impact heeft op de primaire processen in ziekenhuizen komt niet in aanmerking voor huurconstructies. Vastgoedfondsen achten specifiek vastgoed bovendien te risicovol.

Voor obligatieleningen en co-lending geldt dat ze goed inpasbaar zijn in de financieringsstructuur. Met betrekking tot het aantrekken van extern eigen vermogen bij private equity partijen geldt dat de inpasbaarheid in de bestaande financieringsstructuur lastiger kan zijn. In ieder geval is sprake van een toetsing waarbij voorwaarden gesteld zullen worden. Voor huur is dit niet aan de orde, maar omvangrijke inflexibele huurcontracten kunnen wel nadelige gevolgen hebben voor financiering en borging in de verdere toekomst. Dit geldt ook voor DBFMO constructies. Voor sale and lease back constructies van vastgoed in de loop van de exploitatie geldt dat al bij de transactie problemen ontstaan. Veelal zijn zekerheden gevestigd op het vastgoed, waardoor een royement van hypotheek nodig is. Doorgaans geldt daarbij dat geen sprake is van een vrije aanwending van de verkoopopbrengst, waardoor het motief voor het ziekenhuis vervalst.

Onderstaande figuur vat de conclusies in een oogopslag samen. Uiteraard doet de figuur geen recht aan de nuances, misken en maren in de onderliggende analyse. Voor een goede duiding geldt dan ook de aanbeveling kennis te nemen van de verdere inhoud van dit rapport.



Figuur S1, Toepasbaarheid alternatieve financieringsvormen bij ziekenhuizen. 1. Extern eigen vermogen/private equity, 2. Obligatieleningen, 3. Co-lending, 4. DBFMO, 5. Vastgoedfondsen, 6. Sale and lease back (in de loop van de exploitatie). Groen = goed inpasbaar in bestaande financieringsstructuur, oranje = 'ja mits'/'nee, tenzij' en rood = niet inpasbaar in de financieringsstructuur.

Voor het zeer specifieke vastgoed van ziekenhuizen blijft het loket van de banken voorlopig van groot belang. Indien institutionele beleggers hun interesse concretiseren, ontstaat via dit loket wellicht wel toegang tot een nieuwe kapitaalverstrekker. Deze kapitaalverstrekker zal uiteindelijk echter in grote lijnen dezelfde afwegingen maken als de banken. Hoewel er met het oog op de mededinging en eventuele financieringsplafonds nadrukkelijk behoefte bestaat aan nieuwe toetreders op markt van 'recht toe, recht aan financiering', biedt toetreding van institutionele beleggers tot de financieringsmarkt voor ziekenhuizen dan ook vooral meer van hetzelfde.

Wanneer institutionele beleggers (al dan niet via co-lending) actief worden met het verstrekken van financieringen aan ziekenhuizen, dan levert dit voor ziekenhuizen extra opties in de 'diepte' op bij het vormgeven van de financieringsstructuur. Dit biedt ziekenhuizen de mogelijkheid om meer gelaagdheid aan te brengen binnen hun vreemd vermogen. Afhankelijk van het aanbod van de institutionele beleggers kan dit

uiteindelijk ook tot meer mogelijkheden tot maatwerk leiden. Het zorgt echter niet voor een beperking van de leverage.

De mogelijkheden die in de breedte ontstaan, kunnen daadwerkelijk leiden tot een lage leverage en een meer flexibele bedrijfsvoering bij ziekenhuizen. Huur van vastgoed in de buitenste schil en operational lease van medische apparatuur kan daadwerkelijk tot reductie van de vreemd vermogen op de balans van ziekenhuizen leiden. Het toevoegen van een exploitatieresultaat aan het eigen vermogen is eveneens van belang voor de lange termijn financierbaarheid.

Onderstaande figuur biedt een weergave van de financieringsstructuur van ziekenhuizen zoals deze er in de toekomst uit zou kunnen zien (de verhoudingen zijn daarbij niet representatief, maar zo vormgegeven teneinde de tekst passend te maken). Een verdere uitbouw van de eigen vermogens, huur van vastgoed in de buitenste schil en operational lease van ICT en medische apparatuur biedt daarbij de mogelijkheid om de afhankelijkheid van bancaire gefinancierd vreemd vermogen te beperken. Tevens wordt de balans van ziekenhuizen op deze wijze verkort. Vergroten van het eigen vermogen en het verkorten van de balans in samenhang met het realiseren van meer flexibiliteit, kan daarbij mogelijk een positieve uitwerking hebben op de interesse van institutionele beleggers. De systeemonzekerheden blijven hierbij echter een factor die tot terughoudendheid leidt.



Figuur S.1 Financieringsstructuur met beperktere leverage

Uit maatschappelijk oogpunt moet daarbij ook de vraag gesteld worden of het nog wel zinvol is om met veel vreemd vermogen te blijven investeren in zeer ziekenhuizen. Uiteindelijk moeten de rente, aflossing en andere kapitaallasten voor deze stenen immers ook opgebracht worden voor de premiebetalers van de zorgverzekeringen. Gezien de overcapaciteit die afgelopen jaren is ontstaan is dit een bijzonder relevante vraag. Met een verdere verschuiving van zorg naar de eerste lijn en naar mensen thuis is het niet ondenkbaar dat de kapitaalintensiteit van ziekenhuizen de komende jaren iets terug zal lopen. Nieuwe investeringen zullen daarbij meer gericht zijn op technologie en innovatie.

Flexibiliteit is voor ziekenhuizen van steeds groter belang om te kunnen anticiperen op de dynamiek die is ontstaan als gevolg van de invoering van (gereguleerde) marktwerking. Vanuit deze optiek wordt het voor ziekenhuizen steeds belangrijker om in alle opzichten meer 'lean' en 'egile' te zijn. In financieel opzicht, teneinde te kunnen anticiperen op bedrijfseconomische veranderingen, maar ook in termen van vastgoed; zowel kwalitatief (mogelijkheid tot realiseren functionele aanpassingen) als kwantitatief (mogelijkheid om capaciteit te reduceren). Het investeren van honderden miljoenen Euro's in grote ziekenhuizen, met een hoge leverage tot gevolg, past niet in dat plaatje. Dit staat op het eerste oog los van de vraag welke rol alternatieve financieringsvormen kunnen vervullen bij de financiering van ziekenhuisvastgoed. De financieringsstructuur is echter ook een belangrijke factor met het oog op flexibiliteit. Keuzes voor eigendom, huur of (operational) lease zijn hierbij mede bepalend voor de wedbaarheid van een ziekenhuis.

Op basis van de conclusies van dit onderzoek is de belangrijkste aanbeveling voor ziekenhuizen daarom om goed na te denken over de toegevoegde waarde van het eigendom van verschillende activa. Indien andere partijen meer kennis of flexibiliteit kunnen bieden, zou een off balance constructie serieus overwogen moeten worden. Dit kan aan de orde zijn voor het minder specifieke vastgoed in de buitenste schil van het ziekenhuis, maar ook voor medische apparatuur en ICT. Zoals vermeld moet er tegenover eventuele hogere kosten wel een duidelijke toegevoegde waarde staan.

Ziekenhuizen die aantoonbaar meer 'lean' en 'egile' zijn dan de concurrentie, zullen vervolgens in staat zijn een betere businesscase voor te leggen aan financiers van vreemd vermogen. Met een lagere leverage zal het sowieso makkelijker zijn om voor investeringen waarvoor eigendom wel gewenst is vreemd vermogen aan te trekken. Om institutionele beleggers te verleiden tot het verstrekken van obligatieleningen is vooral helderheid en transparantie met betrekking tot risico's van belang. Een meer transparant verdienmodel en het verbeteren van de financiële verslaggeving (waarin afgelopen jaren al een sterke vooruitgang is geboekt) zijn daarbij verbeteringen die ziekenhuizen zelf kunnen realiseren. Sowieso is het voor ziekenhuizen van belang om over

een wel doordachte financieringsstrategie te beschikken, om nu en in de toekomst onder zo voordelig mogelijke condities toegang te hebben tot financiering.

Andere stakeholders hebben echter ook een belangrijke rol met betrekking tot de toekomstige financierbaarheid van de zorgsector. Zo kunnen zorgverzekeraars een belangrijke bijdrage leveren door meer consistentie en transparantie te bieden met betrekking tot het (inkoop)beleid. Zeker voor investeringen in zeer specifieke infrastructuur is het de vraag of deze in de toekomst nog mogelijk zijn zonder nadrukkelijk commitment van de zorgverzekeraar. Ook de politiek en beleidsmakers kunnen een belangrijke bijdrage leveren door meer stabiliteit in het bekostigingsstelsel te bieden.

Inhoudsopgave

Voorwoord	1
Samenvatting	2
Inhoudsopgave	6
1. Inleiding	9
1.1 Aanleiding	9
1.2 Doelstelling	10
1.3 Onderzoeksvraag	10
1.4 Afbakening onderzoek	12
1.5 Relevantie	13
1.5.1 Maatschappelijke relevantie	13
1.5.2 Wetenschappelijke relevantie	13
1.6 Onderzoeksmodel	14
1.7 Keuze, motivatie en toelichting onderzoeksmethode	16
Deel I Context	
2. Ontwikkelingen in de zorgsector	18
2.1 Inleiding	18
2.2 Ontwikkelingen in de recente geschiedenis van het Nederlandse zorgstelsel	18
2.3 Ontwikkelingen in de zorg per 1 januari 2015	19
2.4 Exploitatieresultaten	20
2.5 Actuele stand van zaken	21
2.6 Werkkapitaal	22
2.7 Resumé	22
3. Ontwikkelingen met betrekking tot de financiering van (zorg)vastgoed	23
3.1 Inleiding	23
3.2 Ontwikkelingen in de Nederlandse markt van vastgoedfinanciers	23
3.2.1 Vóór de financiële crisis	23
3.2.2 Maatregelen ter voorkoming van herhaling financiële crisis	23
3.2.3 Na de financiële crisis	24
3.3 Ontwikkelingen in de markt van zorgvastgoedfinanciers	25
3.3.1 Geborgde financiering van zorgvastgoed	25
3.3.2 Ongeborgde financiering van zorgvastgoed	26
3.3.3 Financiering van werkkapitaal	27
3.4 Resumé	27
Deel II Theorie	
4. Financieringstheorieën	29
4.1 Inleiding	29
4.2 Corporate financieringstheorieën	29
4.2.1 Financieringstheorie van Modigliani en Miller	29
4.2.2 Pecking order theorie van Myers en Majluf	31
4.2.3 'Market timing and Capital structure' theorie van Baker en Wurgler	31
4.3 Overige afwegingen t.a.v. financieringsvormen	32
4.3.1 Zeggenschap en externe disciplineren	32
4.3.2 Flexibiliteit	33
4.3.3 Vastgoedkennis	33
4.4 Bouwstenen financieringsstrategie en financieringsstructuur	34
4.4.1 Eigendomsvorm	34
4.4.2 Kapitaalstromen	34
4.4.3 Financieringsvorm	34
4.5 Huidige financieringsstructuur van Ziekenhuizen	35

4.6	Resumé	36
5.	Beoordeling risicoprofiel en zekerheidspositie; perspectief van de financier	37
5.1	Inleiding	37
5.2	Financiering met vreemd vermogen	37
5.3	Bepaling risicoprofiel bij vastgoedfinanciering	38
5.4	Specifieke factoren risicoprofiel bij financiering zorgvastgoed	39
5.5	Verdeling van vastgoed- en financieringsrisico's tussen financier en zorgaanbieder	39
5.5.1	Risico's zorgaanbieder	39
5.5.2	Overdraagbare risico's	40
5.5.3	Risico's kapitaalverstrekker	41
5.6	Resumé	41
6.	Alternatieve financiering van (zorg)vastgoed	42
6.1	Inleiding	42
6.2	Kapitaalverstrekkers	42
6.2.1	Private Equity	42
6.2.2	Institutionele beleggers	42
6.2.3	Vastgoedbeleggers	42
6.2.4	Interne stakeholder	43
6.2.5	Vastgoedbouwer	43
6.3	Alternatieve financieringsvormen	43
6.3.1	Extern Eigen Vermogen	44
6.3.2	Obligatieleningen	46
6.3.3	Co-lending	49
6.3.4	DBFMO	50
6.3.5	Vastgoedfondsen	53
6.3.6	Sale and Lease Back	54
6.4	Resumé	56
Deel III Praktijk		
7.	Alternatieve financiering in de praktijk	57
7.1	Inleiding	57
7.2	De markt van alternatieve vastgoedfinanciering	57
7.3	Zorgvastgoed als volwassen beleggingscategorie in het buitenland	57
7.4	De opkomst van zorgvastgoed als nieuwe beleggingscategorie voor vastgoedfondsen	57
7.5	Alternatieve financiering van zorgvastgoed in de praktijk	58
7.5.1	Extern Eigen Vermogen	60
7.5.2	Obligatieleningen	60
7.5.3	Co-lending	61
7.5.4	DBFMO	62
7.5.5	Vastgoedfondsen	62
7.5.6	Sale and Lease Back	63
7.6	Resumé	64
Deel IV Verdieping		
8.	Perspectief van de alternatieve financier	65
8.1	Inleiding	65
8.2	Afwegingen verstrekkers alternatieve financiering	65
8.3	Toepassingsmogelijkheden	67
8.3.1	Extern eigen vermogen	67
8.3.2	Obligatieleningen	69
8.3.3	Co-lending	70
8.3.4	DBFMO	71
8.3.5	Vastgoedfondsen	72

8.3.6	Sale and lease back	74
8.4	Conclusie	75
9.	Perspectief van het ziekenhuis	77
9.1	Inleiding	77
9.2	Afwegingen ziekenhuizen	77
9.3	Toepassingsmogelijkheden	78
9.3.1	Extern eigen vermogen	78
9.3.2	Obligatieleningen	80
9.3.3	Co-lending	81
9.3.4	DBFMO	83
9.3.5	Vastgoedfondsen	84
9.3.6	Sale and lease back	86
9.4	Conclusie	87
10.	Het perspectief van de partijen die betrokkenen zijn bij het bestaande financieringsstructuur	89
10.1	Inleiding	89
10.2	Beoordelingscriteria en toetsingskader	89
10.2.1	Kredietwaardigheid	90
10.2.2	Eigendom vastgoed en zekerheden	91
10.2.3	Flexibiliteit	92
10.2.4	De bestuurlijke, juridische en organisatorische structuur	93
10.3	Beoordeling alternatieve financieringsinstrumenten en voorwaarden	93
10.3.1	Extern eigen vermogen	93
10.3.2	Obligatieleningen	95
10.3.3	Co-lending	97
10.3.4	DBFMO	97
10.3.5	Vastgoedfonds	98
10.3.6	Sale and lease back	98
10.4	Conclusie	100
Deel V Analyse, conclusie en aanbevelingen		
11.	Analyse	103
11.1	Inleiding	103
11.2	Analyse	104
11.2.1	Extern eigen vermogen	104
11.2.2	Obligatieleningen	105
11.2.3	Co-lending	105
11.2.4	DBFMO	106
11.2.5	Vastgoedfondsen	107
11.2.6	Sale and lease back	108
11.3	Conclusie	109
12.	Conclusies en discussie	110
12.1	Inleiding	110
12.2	Vier conclusies	110
12.3	Inpasbaarheid in het bestaande financieringsarrangement	114
12.4	Positionering alternatieve financieringsvormen in financieringsstructuur	114
12.5	Aanbevelingen	116
Bijlagen		
Bijlage 1	Literatuurlijst	117
Bijlage 2	Respondenten Interviews en bezochte congressen en bijeenkomsten	123
Bijlage 3	Vragenlijsten interviews	124
Bijlage 4	Gespreksverslagen interviews VERTROUWELIJK	131

Hoofdstuk 1 Inleiding

1.1 Aanleiding

De financieringsstructuur van Nederlandse ziekenhuizen leunt traditioneel sterk op vreemd vermogen. Eigen vermogen is slechts in beperkte mate aanwezig. Ziekenhuizen kennen daarbij een sterke afhankelijkheid van bancaire financiering. Decennia lang is sprake geweest van een ruim aanbod van financiering van vreemd vermogen met lange looptijden en relatief lage kredietopslagen. Ontwikkelingen in de zorgsector en de bancaire sector zorgen er echter voor dat de financiering van ziekenhuizen steeds verder onder druk komen te staan.

Banken zijn vanaf ongeveer 2006 geleidelijk rekening gaan houden met de risico's die samenhangen met de introductie van marktwerking in de Nederlandse zorgsector. Dit heeft geleid tot een gewijzigd risicoprofiel bij financiering en borging van vastgoedinvesteringen in de zorg. Risico-opslagen zijn gestegen en er worden steeds zwaardere eisen gesteld aan het weerstandsvermogen van zorgaanbieders. Banken hebben hun kwantitatieve maatstaven voor de financiële gezondheid van een zorginstelling geleidelijk steeds verder aangescherpt. Daarbij gelden niet alleen hogere risico-opslagen voor (on)geborgde financiering, maar is ook sprake van steeds kortere looptijden. Ook overige leningcondities worden is steeds ongunstiger voor de zorgaanbieder. Het feit dat banken moeten voldoen aan aangescherpte regelgeving waardoor zij meer reserves moeten aanhouden op hun eigen balans, is eveneens een factor van betekenis met betrekking tot de beperking van het aanbod van bancaire financiering. Met een sterke afhankelijkheid van vreemd vermogen dat doorgaans door banken gefinancierd wordt, roept dit vragen en zorgen op over de toekomstige financierbaarheid van de Nederlandse zorgsector. Banken maken steeds expliciet kenbaar dat zij hun blootstelling aan de zorgsector in de komende jaren geleidelijk af zullen bouwen (Deloitte 2015). Daarmee verslechteren niet alleen de condities waaronder zorgaanbieders vreemd vermogen aan kunnen trekken, maar wordt ook het aanbod (verder) beperkt.

Ook het Waarborgfonds van de Zorgsector (WFZ) is rekening gaan houden met de toename van risico's waaraan zorgaanbieders blootgesteld worden. De toename van risico's is een van de overwegingen geweest die er toe heeft geleid dat in 2015 de disagio voor het eerst in de geschiedenis van het WFZ verhoogd is. Daarbij is het principe dat borging door het WFZ alleen mogelijk is indien er sprake is van een solide financiële basis en een vertrouwenwekkende businesscase onverminderd van kracht. Evenals bij banken is het WFZ daarbij genoodzaakt om vanuit het perspectief van toenemende risico's kritischer te kijken naar borgingsverzoeken. Met het oog op deze risico's stelt het WFZ onder andere strengere eisen ten aanzien van het weerstandsvermogen. Daarnaast is volledige WFZ borging niet meer mogelijk. De aanwezigheid van ongeborgde bancaire financiering binnen de financieringsstructuur vergroot de kansen op tijdelijke kredieten indien hier noodzaak toe ontstaat. De aanwezigheid van ongeborgde bancaire financiering kan daarmee ook in het belang van het ziekenhuis zelf zijn. Dergelijke discussies vergoten de complexiteit van de financieringsstructuur van Nederlandse ziekenhuizen.

Hiermee geldt de algemene verwachting dat het vraagstuk met betrekking tot de financierbaarheid van vastgoedinvesteringen van Nederlandse zorgaanbieders de komende jaren verder aan actualiteit en urgentie zal winnen. Deze verwachting wordt bevestigd door de uitkomsten van de Financiële Zorgthermometer¹ van december 2014. Hieruit kwam naar voren dat 59% van de financiële deskundigen in de zorg verwachtte dat het in 2015 moeilijker zou worden om financiering aan te trekken. Zij hebben daarbij hun hoop gevestigd op alternatieve financieringsinstrumenten. Zo denkt 46% van de voor een ziekenhuis werkende respondenten van de financiële zorgthermometer de komende 5 jaar meer behoefte te hebben aan alternatieve financiering. Voor de care sectoren gelden vergelijkbare percentages.

Zorgaanbieders hebben voor het vinden van alternatieve financiering hun hoop gevestigd op institutionele beleggers zoals pensioenfondsen. Initiatieven waarbij pensioenfondsen zorginstellingen de afgelopen jaren ongeborgde kredieten hebben verstrekt zijn er vooralsnog niet. Wel tonen alternatieve financiers interesse in de zorgsector. Directe en indirecte rendementen op de kantoren- en winkelvastgoed markt staan onder druk.

¹ De Financiële Zorgthermometer is gebaseerd op onderzoek dat elk kwartaal wordt uitgevoerd door Finance Ideas onder de ruim negenhonderd leden van HEAD, de vereniging van financiële deskundigen in de zorgsector. Elke keer wordt een vaste set van vragen aan hen voorgelegd, plus enkele vragen over actuele thema's. Aan het meest recente onderzoek, dat plaats heeft gevonden in december 2014, hebben 140 financials van verschillende zorginstellingen deelgenomen. Het is de vijftiende keer dat het onderzoek is uitgevoerd.

De behoefte aan differentiatie van de portefeuille en de lage rentestanden zijn andere factoren die de interesse van alternatieve financiers in de zorgsector aanwakkeren. Vooralsnog zijn transacties met alternatieve financiering in de zorgsector desondanks zeer beperkt. Het is daarbij de vraag hoe zorgaanbieders en alternatieve financiers elkaar gaan vinden op zaken als looptijd en typen lening. Daarnaast moet de alternatieve financiering vaak ingepast worden in de bestaande financieringsstructuur. Reeds bestaande financiers hebben daarbij een doorslaggevende stem. Om de financiering ook in de toekomst mogelijk te maken is het daarom van belang dat ziekenhuizen tot een goed doordachte financieringsstrategie komen.

1.2 Doelstelling

De combinatie van meerdere (typen) geldgevers leidt tot meer complexiteit in de financieringsstructuur. Om de beschikbaarheid van kapitaal tegen redelijke condities in de toekomst op pijl te houden wordt het voor zorgaanbieders van steeds groter belang om een financieringsstrategie te hebben. Daarbij geldt dat het kader van afwegingen steeds complexer wordt.

Daarbij is het besef dat een financieringsstructuur om een meerjarige strategie en constant 'onderhoud' vraagt van belang. Het invullen van de huidige kwalitatieve en kwantitatieve kloof tussen benodigde en beschikbare financiering t.b.v. investeringen in zorgvastgoed vraagt om een meerjarige financieringsstrategie, die er voor zorgt dat vastgoedinvesteringen door zorgaanbieders weer financierbaar worden onder goede voorwaarden.

Het doel van dit onderzoek is daarom het in kaart brengen welke rol verschillende alternatieve financieringsinstrumenten kunnen vervullen bij de financiering van ziekenhuisvastgoed, rekening houdend met de context van de bestaande financieringsstructuur. Daarbij is veel aandacht voor de afwegingen die de verschillende partijen daarbij maken vanuit hun eigen perspectief. Deze afwegingen zijn immers bepalend voor de toepasbaarheid.

Van belang is ook om helderheid te scheppen ten aanzien van de beperkingen die gelden met betrekking tot alternatieve financiering van ziekenhuizen. Voor bepaalde organisaties en/of investeringen zal de financieringsmarkt geen interesse hebben onder de huidige voorwaarden van de semi gereguleerde markt en bijbehorende risico's. In dat geval komt de bal mogelijk bij de overheid te liggen, die mogelijk aanleiding zal zien om een oplossing te bieden voor het hiaat dat als gevolg van een falende markt ontstaat. Actie vanuit de overheid is denkbaar indien de overheid de het realiseren van bepaalde investeringen waarvoor de financieringsmarkt geen financiering biedt noodzakelijk acht.

1.3 Onderzoeksvraag

Met het onderzoek moet helder worden wat er nodig is om investeringen in zorgvastgoed door Nederlandse zorgaanbieders ook in de toekomst financierbaar te houden. Hiervoor moeten een aantal vragen beantwoord worden.

Centrale vraag:

Welke rol kunnen alternatieve financieringsvormen vervullen bij de financiering van ziekenhuisvastgoed, rekening houdend met de context van de bestaande financieringsstructuur?

Om een antwoord te kunnen geven op deze centrale vraag, zijn een aantal onderzoeksvragen geformuleerd. Deze zijn onder te verdelen in theoretische onderzoeksvragen en praktische onderzoeksvragen. De vragen worden in verschillende fasen van het onderzoek beantwoord. Tot slot volgt de analyse. Op de volgende pagina is weergegeven met alle deelvragen.

Contextuele onderzoeksvragen:	Fase I
1. Waarom is het risicoprofiel van zorgaanbieders veranderd?	H2
2. Welke knelpunten doen zich momenteel voor met betrekking tot de bancaire financiering van ziekenhuizen? • Welke ontwikkelingen hebben hier toe geleid?	H3
Theoretische onderzoeksvragen:	Fase II
3. Welke afwegingen met betrekking tot de financieringsstructuur worden in de theorie met betrekking tot (vastgoed)financiering onderscheiden? • Hoe verhoudt de theorie zich tot de bestaande financieringsstructuur van ziekenhuizen? • Hoe verhoudt de theorie zich tot de zoektocht naar alternatieve financieringsvormen?	H4
4. Welke factoren wegen (alternatieve) financiers mee bij het beoordelen van het risicoprofiel van een ziekenhuis? • Welke risico's zijn te verleggen tussen ziekenhuizen en (alternatieve) financiers	H5
5. Wat zijn de kenmerken van de onderzochte alternatieve financieringsinstrumenten? • Welke kapitaalverstrekkers spelen een rol bij de alternatieve financieringsvormen?	H6
Praktische onderzoeksvragen	Fase III
6. Welke ontwikkelingen vinden er plaats met betrekking tot alternatieve financiering van zorgvastgoed • Welke praktijkvoorbeelden bestaan er met betrekking tot toepassing van alternatieve financieringsvormen in de Nederlandse zorgsector?	H7
Verdiepende onderzoeksvragen + analyse	Fase IV
7. Welke afwegingen maken kapitaalverstrekkers bij het al dan niet verstrekken van alternatieve financiering aan ziekenhuizen? • Wat zijn de voor- en nadelen van de verschillende alternatieve financieringsinstrumenten vanuit het perspectief van alternatieve financiers? • Wat betekent dit concreet voor de toepasbaarheid van het alternatieve financieringsinstrument bij ziekenhuizen?	H8
8. Welke afwegingen zijn voor ziekenhuizen relevant bij de toepassing van alternatieve financieringsinstrumenten? • Wat zijn voor en de nadelen van de verschillende alternatieve financieringsinstrumenten vanuit het perspectief van de ziekenhuizen? • wat betekent dit concreet voor de toepasbaarheid van het alternatieve financieringsinstrument bij ziekenhuizen?	H9
9. Welke criteria zijn voor bestaande financiers relevant bij de toetsing van wijzigingen in de financieringsstructuur? • Welke afwegingen maken bestaande financiers ten aanzien van toevoeging van alternatieve financieringsinstrumenten aan de financieringsstructuur? • Onder welke voorwaarden zijn de onderzochte alternatieve financieringsinstrumenten in te passen in een bestaand arrangement?	H10
Analyse	H11
Conclusies en aanbevelingen	H12

De eerste 10 hoofdstukken bieden een antwoord op de verschillende deelvragen. Per deelvraag vindt daarbij de benodigde analyse plaats. De content en deelconclusies uit deze hoofdstukken bieden vervolgens de juiste input om de hoofdvraag te kunnen beantwoorden. Hoofdstuk 11 bestaat daarmee uit het samenbrengen van de deelconclusies uit de hoofdstukken 8, 9 en 10. Hiermee wordt de hoofdvraag feitelijk al oppervlakkig beantwoord. In hoofdstuk 12 vindt verdieping plaats van de conclusies, gevolgd door aanbevelingen.

1.4 Afbakening onderzoek

In deze paragraaf wordt beschreven binnen welk kader dit onderzoek is verricht. Het doel van de afbakening is zowel functioneel (het aanbrengen van een juiste focus ten behoeve van de relevantie) als praktisch van aard (een te brede focus zal tot gevolg hebben dat het onderzoek niet haalbaar is binnen de gestelde kaders en tijdsplanning). Bij de afbakening wordt ook rekening gehouden met onderwerpen waaromtrent reeds onderzoeksmateriaal beschikbaar is. Hiervan wordt gebruik van gemaakt of naar verwezen. Op basis van dit materiaal kunnen een aantal alternatieve financieringsvormen op voorhand al als minder kansrijk worden beschouwd. Deze vallen vanzelfsprekend buiten de scope van dit onderzoek.

I. Typen zorgaanbieders

Het onderzoek beperkt zich tot algemene ziekenhuizen. Het onderzoek heeft daarmee geen betrekking op:

- Academische ziekenhuizen (ZH)
- Zelfstandige Behandel Centra (ZBC's)
- Verpleging en verzorging (V&V)
- Gehandicaptenzorg (GHZ)
- Geestelijke Gezondheidszorg (GGZ)

Academische ziekenhuizen worden buiten beschouwing gelaten omdat financiers slechts zeer beperkte reserves aan hoeven te houden voor financieringen die aan academische ziekenhuizen verstrekt worden, waardoor hier voornamelijk geen sprake van noemenswaardige knelpunten bij financiering via de reguliere route. Voor de care sectoren geldt dat er sprake is van andersoortig vastgoed, dat vaker gericht is op langdurig verblijf.

II. Typen zorgvastgoed

De term zorgvastgoed is een echt containerbegrip. Door het onderzoek specifiek te richten op algemene ziekenhuizen vindt al een behoorlijke afbakening plaats. Ook ziekenhuis (gerelateerd) vastgoed kent een breed spectrum aan functies. Feitelijk bestaat een ziekenhuis uit verschillende schillen waarbij de 'hot floor' waar de medische verrichtingen plaats vinden de kern is. Alle 'schillen' die om deze kern heen zitten worden tot het domein van dit onderzoek gerekend. Het kan daarbij gaan om vastgoed dat een rol vervult in de waardeketen van een ziekenhuis (bijvoorbeeld het beddenhuis voor verblijf van patiënten, kantoorruimten en de parkeergarage voor bezoekers), maar ook om vastgoed dat direct samenhangt met de aanwezigheid van een ziekenhuis. Voorbeelden van dergelijke spinn-offs zijn zorgboulevards, zorghotels of retail. Hiermee is sprake van een ruime afbakening. In de loop van dit document wordt de 'schillenmethode' nader besproken.

III. Financieringsvormen

Er zijn verschillende financieringsinstrumenten te onderscheiden die ingezet kunnen worden bij alternatieve financiering. Dit onderzoek beperkt zich tot de volgende financieringsinstrumenten:

1. Extern eigen vermogen ('Private equity')
2. Obligatieleningen
3. Co-lending
4. Design, Build, Finance, Maintain and Operate constructies (DBFMO)
5. Huur bij vastgoedfondsen
6. Sale and lease back

IV. *Zowel on Balance als off balance*

Zorgvastgoedfinancieringen zijn onder te verdelen in “on balance” en “off balance” financieringen en het onderscheid wordt bepaald door de partij die de financiering aangaat. In geval van off balance zal dat een derde zijn en zal de zorginstelling het vastgoed – bijvoorbeeld – door middel van een huurovereenkomst huren van deze derde. Dit kan een woningcorporatie zijn, maar dit is ook van toepassing indien het vastgoed wordt ondergebracht in een vastgoedfonds. Bij on balance financiering heeft de zorginstelling zelf het eigendom van het vastgoed en is deze kredietnemer van de financiering. Dit onderzoek richt zich zowel op on balance als off balance financiering.

V. *Ongeborgd*

Dit onderzoek heeft betrekking op ongeborgde financiering. Indien een borging verkregen is, is het verkrijgen van financiering immers geen probleem.

VI. *Typen financiers*

De keuze voor zowel on balance en off balance impliceert dat er zowel naar financiers als naar investeerders en beleggers gekeken wordt. Deze termen worden gedurende het onderzoek ‘in spreektaal’ door elkaar heen gebruikt, met het oog op de leesbaarheid van het onderzoek. Dit geldt ook voor ‘bestaande financiers’. Het Waarborgfonds voor de Zorgsector (WFZ) is feitelijk geen financier of kapitaalverstrekker, maar een borgsteller. Het maakt echter onderdeel uit van de bestaande financieringsstructuur en wordt in de spreektaal die binnen dit onderzoek gehanteerd wordt gemakshalve gerekend tot de ‘bestaande financiers’.

1.5 Relevantie

Relevantie kent verschillende grondslagen. Met deze masterthesis wordt beoogd zowel in maatschappelijk opzicht als in wetenschappelijk opzicht een relevant onderwerp te onderzoeken.

1.5.1 Maatschappelijke relevantie

De Nederlandse zorg behoort in kwalitatief opzicht tot de wereldtop. Gezien de demografische ontwikkelingen en de daarmee verwachte vraagontwikkeling is het van belang dat er ook in de toekomst voldoende kwalitatief goede zorg beschikbaar is. Dit vraagt doorlopend om investeringen in vervanging, kwaliteitsverbetering en innovatie. De afgelopen decennia zijn de investeringen die hiermee samenhangen gefinancierd met vreemd vermogen. Nog steeds is eigen vermogen slechts in beperkte mate voor handen. Er blijft voorlopig dus sprake van een sterke afhankelijkheid van vreemd vermogen. Het ‘opdrogen’ van deze financiering kan hierdoor grote gevolgen hebben voor investeringen in vervanging, kwaliteitsverbetering en innovatie.

Omdat in voorgaande jaren veel op groei gebaseerde bouwprojecten van ziekenhuizen zijn afgerond terwijl in de praktijk juist minder vierkante meters nodig blijken te zijn, is er momenteel in verschillende regio's sprake van overcapaciteit bij ziekenhuizen. Mede hierdoor is de huidige financieringsbehoefte voor nieuwe initiatieven op dit moment beperkt. Voor de langere termijn is voldoende beschikbaarheid van kapitaal onder redelijke condities echter cruciaal om de investeringen te kunnen realiseren die noodzakelijk zijn om ook in de toekomst te kunnen blijven innoveren. Daarmee is onderzoek naar de toepasbaarheid van alternatieve financieringsinstrumenten door ziekenhuizen zondermeer maatschappelijk relevant.

Gezien de onder voorgaande paragrafen omschreven ontwikkelingen en de aanleiding is sprake van een bijzonder actueel en relevant vraagstuk, dat in de toekomst waarschijnlijk nog verder aan urgentie zal winnen. Wanneer de financiering van zorgaanbieders spaak loopt, kan dit er toe leiden dat noodzakelijke investeringen niet plaats kunnen vinden. In het uiterste geval zou geconcludeerd kunnen worden dat de stelselwijzigingen en introductie van marktwerking in de zorg van afgelopen jaren tot een onmogelijke financieringspropositie voor ziekenhuizen heeft geleid. In dat geval is de overheid aan zet om een impasse in de financiering van ziekenhuisvastgoed te voorkomen.

1.5.2. Wetenschappelijke relevantie

Hoewel er verschillende studies zijn gedaan naar alternatieve financiering van zorgvastgoed, kan met betrekking tot dit onderwerp toch gesteld worden dat het redelijk onontgonnen terrein is. Er bestaat dan ook behoefte aan nieuwe en aanvullende kennis en expertise op het snijvlak van vastgoed, financiering, het zorgstelsel en de zorg zelf. Bovendien is er constant sprake van voortschrijdend inzicht binnen de verschillende

disciplines. Reeds uitgevoerde studies bieden op verschillende onderdelen echter wel een goede basis voor verder onderzoek.

Afgelopen jaren hebben een tweetal afstudeerders bij de Amsterdam School of Real Estate reeds onderzoek gedaan naar vraagstukken die gerelateerd zijn aan de (alternatieve) financiering van zorgvastgoed. Zo deed Van der Wielen in 2014 een verkennend onderzoek naar de mogelijkheden voor zorginstellingen in de V&V om zorgvastgoed te financieren middels crowdfunding en verhandelbare obligaties. Het onderzoek werd uitgevoerd vanuit het perspectief van de zorgaanbieders. In 2012 deed Bakker onderzoek naar de financiering van zorgresidenties als beleggingsobject. Hij deed dit vanuit het perspectief van vastgoedfinanciers.

Beide onderzoeken kennen een solide basis met betrekking tot financieringstheorieën. In bijna alle andere opzichten kennen de onderzoeken echter een andere focus ten opzichte van dit onderzoek. Een aspect dat in beide onderzoeken buiten beschouwing wordt gelaten is de bredere context van de financieringsstructuur. Bovendien gaan zij in op slechts een beperkt aantal financieringsinstrument. Ook richten beide onderzoeken zich op vastgoed dat bestemd is voor ouderenzorg, terwijl dit onderzoek zich richt op ziekenhuisvastgoed.

Campman (2014) deed vanuit de Technische Universiteit Delft onderzoek naar vastgoedfinanciering van ziekenhuizen. Het onderzoek was gericht op het ontwikkelen van een afwegingsmodel voor ziekenhuizen ter ondersteuning bij de keuze voor verschillende financieringsvormen. Het afwegingskader dat Campman heeft ontwikkeld is bovendien toe te passen op financieringsinstrumenten die geen onderdeel waren van het door haar uitgevoerd onderzoek. In dit onderzoek wordt dan ook gebruik gemaakt van het door Campman ontwikkelde afwegingskader en de conclusies die zij heeft getrokken ten aanzien van afwegingen die ziekenhuizen maken ten aanzien van (alternatieve) financiering.

In de aanbevelingen die Campman doet ten aanzien van aspecten die verder wetenschappelijk onderzoek vragen, wordt onder andere de inrichting van de financieringsconstructies genoemd. Aangezien er bij ziekenhuizen doorgaans sprake is van balansfinanciering, zijn in eerder onderzoek veel zwaarwegende afwegingen buiten beeld gebleven. In het bijzonder de rol van bestaande financiers bij het inpassen van alternatieve financieringsinstrumenten in de bestaande financieringsstructuur is cruciaal. In dit onderzoek zal dat nog nadrukkelijk aan de orde komen.

De toegevoegde waarde van dit onderzoek is daarmee dat veel nadrukkelijker wordt gekeken naar de relatie met reeds bestaande financieringsvormen en financiers die ook in de toekomst nog steeds een belangrijke rol in zullen nemen in de algehele financieringsstructuur van zorgaanbieders. Deze relatie blijft in bestaand onderzoek onderbelicht, terwijl het toevoegen van alternatieve financiering aan de financieringsstructuur erg lastig zal zijn zonder dat hier draagvlak voor bestaat bij bestaande financiers.

1.6 Onderzoeksmodel

Om middels alternatieve financieringsvormen de ontstane kloof tussen benodigde en beschikbare financiering t.b.v. investeringen in zorgvastgoed dat bestemd is voor zorg met verblijf in te vullen, zijn er 'matches' nodig tussen zorgaanbieders met een financieringsbehoefte en partijen die alternatieve financiering aanbieden. Om tot een match te komen moeten 2 'stoplichten' op groen staan:

- 1. Is de zorgaanbieder een aantrekkelijke partij voor de alternatieve financierder?*

De propositie van de zorgaanbieder moet binnen de voorwaarden van de aanbieder van alternatieve financier passen. Met andere woorden; de propositie van de zorgaanbieder moet voor de aanbieder van alternatieve financiering aantrekkelijk genoeg zijn om in te stappen. In het model van de MABA analyse wordt dit omschreven als marktaantrekkelijkheid (figuur 1.1).

- 2. Is de alternatieve financierder een aantrekkelijke partij voor zorgaanbieders?*

De zorgaanbieder moet akkoord kunnen en willen gaan met de voorwaarden die de alternatieve financier stelt. Met andere woorden; het aanbod van de alternatieve financier moet aantrekkelijker zijn dan alternatieven (waarbij het niet realiseren van een project ook een optie is). In het model van de MABA analyse wordt dit omschreven als bedrijfsaantrekkelijkheid (figuur 1.1).

		Business Unit Strength		
		High	Medium	Low
Market Attractiveness	High			
	Medium			
	Low			

Figuur 1.1, GE/McKinsey Matrix, MABA analysemodel

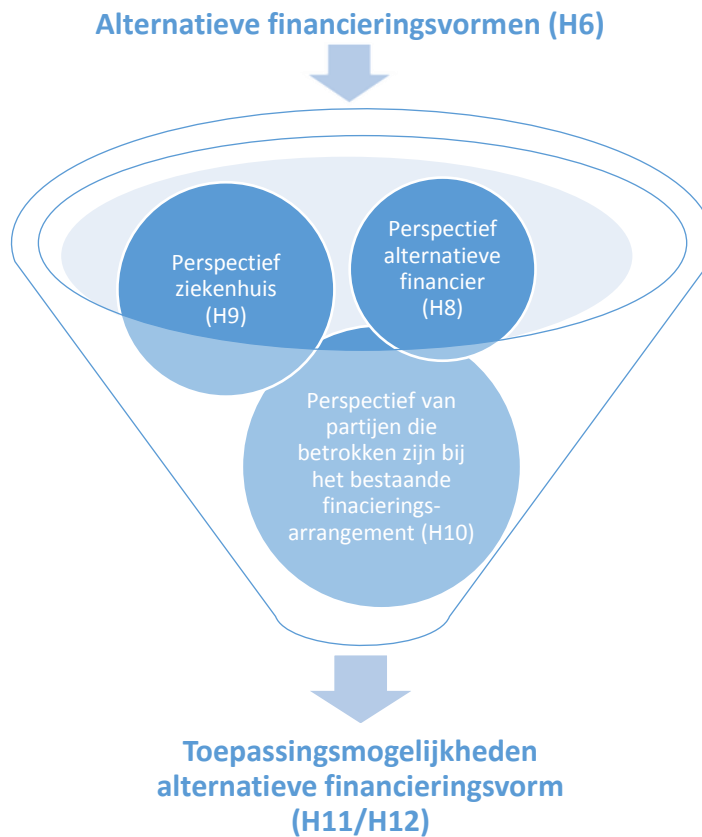
Daarnaast is ook de inpasbaarheid binnen de bestaande financieringsstructuur van belang. Voor een aantal wijzigingen die samenhangen met het aantrekken van (alternatieve) financiering is toestemming nodig van de partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement. Bij ziekenhuizen zijn dit doorgaans banken en het Waarborgfonds voor de Zorgsector. Dit is feitelijk het derde stoplicht.

De deelvragen die in paragraaf 3 geformuleerd staan dragen bij aan het beantwoorden van de vraag of de stoplichten op groen staan. Indien er geen match mogelijk is, wordt bovendien duidelijk wat de knelpunten zijn die een match in de weg staan. Wellicht dat het knelpunten zijn die weggenomen kunnen worden door aan bepaalde knoppen te draaien.

De onderzoeksvraag die de basis vormt voor dit onderzoek is kwalitatief van aard. De variabelen zijn moeilijk te operationaliseren tot kwantitatief meetbare data. De analyse zal dus gebaseerd zijn op kwalitatieve gegevens. Wel is daarbij onderscheidt tussen theorie, praktijk en analyse. Het onderzoeksmodel is gebaseerd op de onderzoeksvragen en ziet er schematisch als volgt uit:

Context (deel I)	Theorie (deel II)	Praktijk (deel III)	Analyse (deel IV)
Ontwikkelingen in de zorgsector (H3)	Financieringstheorieën (H4)	Toepassing alternatieve financieringsvormen in de praktijk (H7)	H11 O.a. MABA analyse
Financiering van zorgvastgoed in de praktijk (H4)	Beoordeling risicoprofiel en zekerheidspositie (H5)	Het perspectief van de alternatieve financier (H8)	
	Kapitaalverstrekkers en omschrijving alternatieve financieringsvormen (H6)	Het perspectief van het ziekenhuis (H9)	
		Het perspectief van de partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement (H10)	

De beantwoording van de hoofdvraag vindt daarbij plaats zoals weergegeven in onderstaand onderzoeksmodel (figuur 1.2). Daar waar beschikbaar, wordt ook gekeken naar praktijkvoorbeelden (H7). De meeste alternatieve financieringsvormen die binnen dit onderzoek aan bod komen zijn echter nog niet in de praktijk toegepast bij Nederlandse ziekenhuizen. Daarmee worden de hoofdstukken 8, 9 en 10 waarin de perspectieven van de verschillende stakeholders aan bod komen van belang.



Figuur 1.2, onderzoeksmodel

1.7 Keuze, motivatie en toelichting onderzoeksmethode

In dit onderzoek wordt verkend welke alternatieve financieringsvormen een rol kunnen vervullen bij de financiering van ziekenhuisvastgoed, rekening houdend met de inpasbaarheid in de bestaande financieringsstructuur. Het betreft hier een kwalitatief onderzoek dat explorierend van aard is; het gaat om het krijgen van inzicht in begrip in de beperkingen en mogelijkheden van alternatieve financiering bij ziekenhuizen. Hoewel er kennis en informatie beschikbaar is over (zorg)vastgoed en (alternatieve) financiering, bestaat er geen theorie die specifiek is toegespitst op alternatieve financiering van zorgvastgoed. Het onderzoek wordt in drie onderdelen verricht: theorie, praktijk en analyse (TPA model).

Context

Alvorens een theoretische basis wordt gelegd, vindt eerst een schets van de context van het onderzoek plaats. Dit geeft meer inzicht in de doelstelling en de relevantie. Feitelijk is het daarmee een verdieping op de inleiding. Dit gebeurt hoofdzakelijk op basis van desk research. Hiervoor wordt gebruik gemaakt van bronnen die digitaal beschikbaar zijn (o.a. krantenartikelen, onderzoeksrapporten en (wetenschappelijke) publicaties). Hoewel niet vermeld als wetenschappelijke bron, hebben informele gesprekken met verschillende deskundigen in deze fase van het onderzoek ook een rol gespeeld bij het aanbrengen van de juiste focus.

Theorie

In de tweede fase van het onderzoek worden theoretische onderzoeksvragen beantwoord. Hierbij wordt op basis van de beschikbare literatuur een theoretische basis gerealiseerd welke ook een fundament is voor het vervolg van het onderzoek. Dit theoretisch kader moet een dieper inzicht bieden in de afwegingen die van belang zijn bij de financiering van (zorg)vastgoed. Hiertoe wordt nader ingegaan op verschillende moderne financieringstheorieën. Daarnaast wordt aandacht besteed aan factoren die van belang zijn met betrekking tot

risico's en zekerheden bij financiering van zorgvastgoed. Tevens wordt nader ingegaan op de kenmerken van de onderzochte alternatieve financieringsvormen.

Praktijk

In het praktijkdeel van dit onderzoek wordt gestart met een korte schets van praktijkvoorbeelden van alternatieve financiering bij Nederlandse ziekenhuizen. Daarbij zal blijken dat niet voor alle financieringsvormen die onderzocht zijn praktijkvoorbeelden voor handen zijn. Daarna volgt de ruggengraat van het onderzoek; de toepasbaarheid van de verschillende alternatieve financieringsvormen. Deze toepasbaarheid wordt vanuit drie perspectieven in kaart gebracht; de alternatieve financier (I), het ziekenhuis (II) en de partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement.

Analyse

Tot slot vindt er analyse plaats. Daarbij worden de onderzochte perspectieven met elkaar in verband gebracht. Op basis van de analyse moet blijken welke mogelijkheden er zijn met betrekking tot alternatieve financiering van ziekenhuizen.

	Desk Research	Semi gestructureerde interviews en bijwonen van themabijeenkomsten
Inleiding (H1)	Ja	Nee
Context (H2 en H3)	Ja	Nee
Theorie (H4, H5 en H6)	Ja	Nee
Praktijk (H7)	Ja	Ja
Verdieping (H9, H9 en H10)	Ja	Ja
Analyse (H11)	Geen nieuwe input	Geen nieuwe input

2 Ontwikkelingen in de zorgsector

2.1 Inleiding

Voor een goed begrip van de aanleiding, doelstelling, relevantie, vraagstelling en verdere opzet en uitwerking van dit onderzoek is het belang inzicht te hebben in de belangrijkste ontwikkelingen in de recente geschiedenis van de Nederlandse zorgsector. Om die reden wordt dit onderzoek ingeleid met een korte introductie die lezers van buiten de zorgsector helpt bij het duiden van de context. Begrip van verschillende ontwikkelingen die hebben geleid tot veranderingen in het risicoprofiel dat financiers aan ziekenhuizen toekennen is daarbij van belang. De focus in dit hoofdstuk ligt dan ook op ontwikkelingen die betrekking hebben op de ziekenhuissector. Voor de langdurige zorg is echter sprake van ontwikkelingen die dezelfde strekking hebben.

2.2 Ontwikkelingen in de recente geschiedenis van het Nederlandse zorgstelsel

Met de invoering van de Zorgverzekeringswet (ZVW) werd door het tweede paarse kabinet de basis gelegd voor een van de belangrijkste wijzigingen in het zorgstelsel sinds decennia. Door de invoering van de ZVW per 1 januari 2006, verdween het onderscheid tussen de ziekenfondsverzekering en particuliere ziektekostenverzekeringen. Particuliere verzekeraars die met elkaar moeten concurreren om de gunst van de verzekerden voeren de zorgverzekering uit. Premiedifferentiatie en risicoselectie zijn daarbij niet toegestaan én de verzekeraars hebben jegens hun verzekerden een zorgplicht. Hiermee wordt beoogd concurrentie tussen zorgaanbieders plaats te laten vinden op basis van prijs en kwaliteit. De eerste stap voor de introductie van (gereguleerde) marktwerking in de Nederlandse zorgsector was daarmee gezet.

Met de invoering van de ZVW verdween met ingang van 2006 in de curatieve zorg (ziekenhuizen) ook de contracteerplicht. Hierdoor hoeft de verzekeraar/het zorgkantoor niet meer met iedere zorginstelling die daarom vraagt een contract af te sluiten. Vanuit het oogpunt van kwaliteit en efficiency sturen zorgverzekeraars daarbij aan op concentratie van zorg, waarbij degene die de beste kwaliteit voor de beste prijs leveren contracten krijgen. Hierdoor vindt ook schaalvergroting plaats (vaak door fusies en overnames). In bepaalde gevallen wordt hier direct op aangestuurd door zorgverzekeraars. De beoogde concentratie van de spoedeisende hulpposten is hier een voorbeeld van. Sluiting van de spoedeisende hulp kan echter grote gevolgen hebben voor een ziekenhuis, omdat doorgaans een belangrijk deel van de omzet voorkomt uit zorg die wordt verleend aan cliënten die binnenkomen via de spoedeisende hulppost. Wanneer de spoedeisende hulp wegvalt uit de keten, dan dit derhalve grote gevolgen hebben voor het bestaansrecht van een ziekenhuis.

Ook de afschaffing van de instellingsbudgettering in 2006, de geleidelijke introductie van vrije tarieven in de curatieve zorg (van 10% in 2006 naar 70% anno 2015) hadden als onderdeel van de introductie van prestatiebekostiging tot doel de onderlinge concurrentie te bevorderen. Zorgaanbieders dienen zich bij inkopende zorgverzekeraars en zorgkantoren te profileren door kwalitatief goede zorg te bieden tegen de beste prijs. Macrokosten worden beheerst door de onderhandelingsruimte te beperken; omzetplafonds en het macro beheersinstrument (MBI) spelen daarbij een belangrijke rol. Met het MBI kunnen overschrijdingen van het budgettair kader zorg (BKZ) kunnen worden teruggevorderd op de sector. Dit kan ervoor zorgen dat veel ziekenhuizen op korte termijn te maken krijgen met verliessituaties. Feitelijk is hiermee sprake van 'gereguleerde' marktwerking; prijzen en omzet zijn aan plafonds onderhevig. Door de prestatiebekostiging zijn de risico's voor zorgaanbieders toegenomen.

Naast de constante druk op de prijzen geldt het niet krijgen van een contract als groot risico. Het niet krijgen van een contract voor kan gevolgen hebben voor de rentabiliteit of zelfs de continuïteit van een ziekenhuis. Vanuit het perspectief van de financier is het financieren van ziekenhuizen daarom meer risicovol. Als reactie op het verdwijnen van de contracteerplicht en plannen voor concentratie van spoedeisende hulpposten hebben veel ziekenhuizen er de afgelopen jaren voor gekozen om met elkaar te fuseren. Vaak ook onder druk van financiers die bezorgd zijn over de levensvatbaarheid van veel kleine stand alone ziekenhuizen, zeker in regio's met veel aanbod. Veel fusies zijn daarmee een reactie op de toegenomen inkoopmacht van de verzekeraars. Grote regionale spelers die ontstaan als gevolg van fusies zijn beter in staat om een antwoord te bieden op de macht die zorgverzekeraars hebben. Zorgverzekeraars kunnen vanwege hun zorgplicht immers moeilijk om grote regionale spelers heen. Ziekenhuizen trachten daarmee steeds vaker tot een schaal te komen die als 'too big to fail' beschouwd kan worden vanuit het oogpunt van continuïteit van zorg.

Een andere systeemwijziging met gevolgen voor het risicoprofiel was de afschaffing van het bouwregime en de daaraan gekoppelde volledige en gegarandeerde vergoeding voor rente en aflossing op investeringen in zorgvastgoed. Voor de curatieve zorg werd het bouwregime met ingang van 2008 afgeschaft. Hierdoor hebben ziekenhuizen geen toestemming meer nodig van de overheid voor vastgoedbeslissingen (verbouw, nieuwbouw, huur etc). Daartegenover staat dat ziekenhuizen, als gevolg van de opnemings van de kapitaallasten in de tarieven en de geleidelijke afschaffing van de nacalculatie, ook niet meer zeker zijn dat zij hun kapitaallasten vergoed krijgen. Waar er voorheen sprake was van gebouwvolgende bekostiging, is er nu sprake van cliëntvolgende bekostiging. Leegstaande gebouwen of ruimtes worden daarmee niet langer vergoed. Met andere woorden: ziekenhuizen mogen nu zelf bepalen wat zij bouwen, maar zijn nu ook volledig zelf verantwoordelijk voor hun vastgoedbeslissingen. Doordat de vergoedingen niet meer gegarandeerd zijn, geldt echter ook hier dat de risico's voor zorginstellingen sterk zijn toegenomen. Vanuit het oogpunt van financiers gold de afschaffing van het bouwregime als een zeer ingrijpende wijziging.

Tot slot is sinds 2013 de al eerder in gang gezette beleidswijziging rondom de continuïteit van zorg geformaliseerd. De overheid is daarbij enkel verantwoordelijk voor de continuïteit van zorg, maar niet langer voor de continuïteit van individuele zorginstellingen. Zorgaanbieders krijgen daarmee bij een dreigend faillissement geen steun meer van de overheid. De laatste instelling die met hulp van de overheid (NZa) overeind werd gehouden waren de IJsselmeerziekenhuizen. Indien een instelling dreigt om te vallen, moeten verzekeraars vanwege hun zorgplicht ervoor zorgen dat hun verzekerden toch de zorg kunnen krijgen die zij nodig hebben. Alleen als het de verzekeraars niet lukt hierin alsnog te voorzien, heeft de overheid een taak. Een vangnetstichting voorziet dan tijdelijk in de zorg, totdat een definitieve oplossing is gevonden. De overheid is dus alleen aan zet indien de continuïteit van de zorg in het geding is en de markt dit niet tijdig blijkt te kunnen oplossen.

Alle genoemde ontwikkelingen hebben de risicoperceptie van bancaire financiers met betrekking tot de zorgsector duidelijk veranderd en heeft geleid tot grotere terughoudendheid. Immers, ondanks alle genoemde risico verhogende systeemwijzigingen in de voorafgaande periode was de stilzwijgende verwachting van banken (en ook de zorginstellingen zelf) nog steeds dat – ‘als het er echt op aan zou komen’ – steunverlening niet zou uitblijven. Inmiddels vertellen de feiten een ander verhaal.

Tot voor kort zijn er weinig faillissementen van zorginstellingen geweest. Dit is mede te danken aan de steunregeling van de NZa, waarop instellingen die in problemen zaten in het recente verleden een beroep konden doen. Na afschaffing van deze regeling (2013) zijn er drie belangrijke faillissementen geweest van intramurale zorginstellingen. Zonnehuizen (met rijksgegarandeerde leningen) en het Ruwaard van Puttenziekenhuis (met WfZ-geborgde leningen). Eind 2014 is ook Pasana met daarin o.a. het Sionsberg ziekenhuis failliet gegaan (met rijksgegarandeerde leningen). Van de periode voordien springen de cases Meavita (deels faillissement, deels doorstart), Philadelphia (liquiditeitsprobleem, opgelost door afstoting niet-zorggerelateerde panden) en Slotervaart (overgenomen door private partij) in het oog.

Een faillissement van een zorgaanbieder betekent dat de financiers met onbetaalde schulden achter blijven. Omdat het vastgoed waarop de financiers hypotheek hebben gevestigd een lage marktwaarde kent, betekent dit dat er bij een faillissement van een zorgaanbieder flinke verliezen genomen moeten worden. De verkoop van vastgoed van een failliete zorgaanbieder levert doorgaans maar een fractie van de in de jaarrekeningen gehanteerde bedrijfswaarde op.

2.3 Ontwikkelingen in de zorg per 1 januari 2015

Een belangrijke nieuwe ontwikkeling per 1 januari 2015 is de invoering van integrale tarieven bij ziekenhuizen. De invoering van de integrale tarieven leidt tot heroverweging van de formele samenwerkingsrelatie tussen ziekenhuizen en de medische staf. Afhankelijk van het gekozen model en de praktische uitwerking ervan, kan de juridische en/of financiële structuur van het ziekenhuis wijzigen. Financiers volgen deze ontwikkelingen met grote belangstelling vanwege de potentiële risico's ten aanzien van de bestuurbaarheid van de organisatie en de financiële consequenties. Vooralsnog hebben de meeste ziekenhuizen en medisch specialisten gekozen voor een samenwerkingsverband. Op termijn verwachten veel ziekenhuizen en medisch specialisten invulling te geven aan een model waarbij medisch specialisten participeren in ziekenhuizen. In dat geval zullen medisch specialisten ook risicodragend moeten investeren in ziekenhuizen in ruil voor een aandeel. Ziekenhuizen zullen hun rechtsvorm daarbij moeten wijzigen van een stichting naar een besloten vennootschap.

Tot slot speelt de discussie rondom winstuitkering door ziekenhuizen. Dit zou de mogelijkheden tot het aantrekken van vreemd vermogen moeten vergroten. De toelichting bij het desbetreffende wetsvoorstel merkt op dat ziekenhuizen namelijk het acute probleem hebben dat banken hen geen lening willen verstrekken of alleen tegen een hoge rente. Een belangrijke voorwaarde om winst uit te mogen keren is dat de reserves van het ziekenhuis niet onder de 20% mogen zakken door de winstuitkering. Vooralsnog is het wetsvoorstel dat winstuitkering door ziekenhuizen mogelijk zou moeten maken aangehouden in de Eerste Kamer. Wanneer het verbod op winstuitkering alsnog opgeheven wordt, worden mogelijkheden tot het aantrekken van extern eigen vermogen meer opportuun.

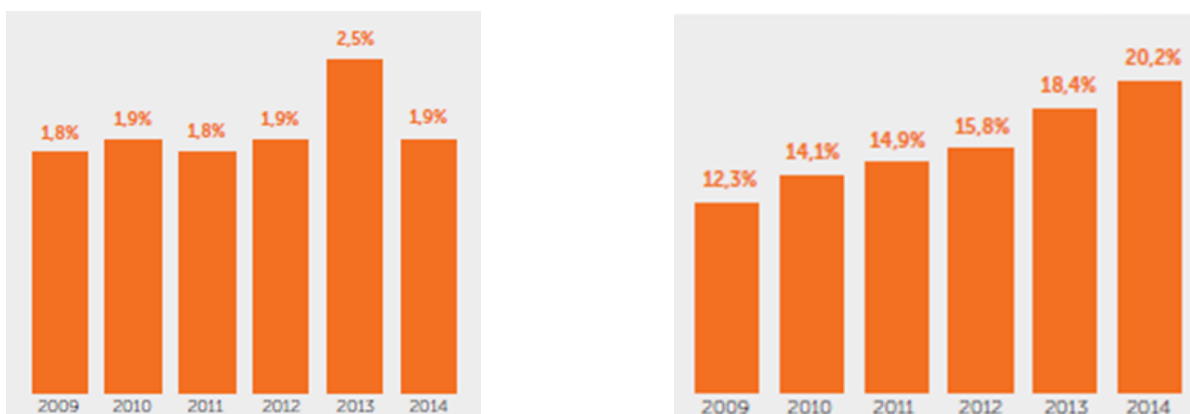
Een andere verandering die is gestrand in de politieke arena van de Eerste Kamer is de wijziging van artikel 13 in de Zvw. Indien de wijziging van het artikel alsnog plaats vindt dan heeft dit tot gevolg dat de vrije artskeuze aan banden wordt gelegd. Hierdoor, zal de inkoopmacht van zorgverzekeraars nog verder toenemen. Veel verzekerden zullen immers niet bereid zijn om voor een duurdere substitutiepols te kiezen die recht geeft op vrije artskeuze. Dit stelt zorgverzekeraars in staat om ziekenhuizen verder onder druk zetten door kwaliteits- en doelmatigheidseisen nog nadrukkelijker aan elkaar koppelen. Alleen systeemziekenhuizen kunnen rekenen op een coulantere benadering vanwege hun grotere marktmacht.

Een andere lopende ontwikkeling is de substitutie van specialistische zorg naar eerstelijns zorg. Substitutie naar eerstelijnszorg kan specialisten in de portemonnee raken en tot onderbenutting in ziekenhuizen leiden. Afspraken over een toename van meer complexe zorgbehandelingen kunnen individueel voor compensatie zorgen, maar landelijk of regionaal gezien neemt het zorgvolume in ziekenhuizen af bij substitutie naar de eerste lijn. Dit kan samenwerking met de eerste lijn en daarmee betere uitkomsten voor zorgvragers en -verzekerden in de weg staan. Ziekenhuizen dragen steeds meer financiële risico's zelf en hebben met stevige volume- en kwaliteitseisen van zorgverzekeraars te maken

2.4 Exploitatieresultaten

Bijna zou vergeten worden dat ziekenhuizen tijdens al deze stelselwijzigingen gewoon doorfunctioneren. In 2013 waren de exploitatieresultaten daarbij met 2.5% van de omzet beter dan in de jaren daarvoor (NVZ 2015). Een deel van de resultaten van dat jaar is te verklaren door de garanties die nog beschikbaar waren uit de oude manier van bekostiging. Dit verklaart ook mede de iets lagere resultaten over 2014. De verdere verschuiving naar de eerste lijn en het toenemende belang van dure medicijnen in de behandelingen die niet volledig worden vergoed zal de resultaten op korte termijn verder onder druk zetten.

Het eigen vermogen van de ziekenhuizen is in 2014 met € 310 miljoen verder toegenomen tot € 3,36 miljard. Deze groei is minder dan in 2013 (€ 490 miljoen). De solvabiliteit komt daarmee in 2014 voor het eerst hoger uit dan de door de sector gehanteerde streefnorm van 20% (figuur 2.1). Wel valt op dat er een grote spreiding bestaat van de solvabiliteit tussen de individuele ziekenhuizen. Vooral veel kleine ziekenhuizen kennen uitschieters met een lage solvabiliteit.



Figuur 2.1, Resultaat Algemene Ziekenhuizen weergegeven naar % omzet (links) en solvabiliteit Algemene Ziekenhuizen (rechts) (DigiMV/NVZ, 2015)

2.5 Actuele stand van zaken

In de in BDO benchmark ziekenhuizen 2015, met als titel 'jaar van de waarheid' wordt geconcludeerd dat er veel onzekerheden bestaan in de bedrijfsvoering van ziekenhuis. Onder andere de invoering van de prestatiebekostiging en (door-)ontwikkeling van DBC's, meer marktwerking en het wegvallen van het transitievergoedingen leiden tot veel financiële onzekerheid bij ziekenhuizen. Deze wordt op onderdelen verder versterkt door onduidelijke regelgeving. Dit heeft er toe geleid dat accountants in de eerste instantie geen goedkeurende verklaring af hebben kunnen geven voor de jaarrekeningen over het verslagjaar 2013. Hierdoor is onzekerheid over de juistheid van de financiële cijfers van de ziekenhuizen.

Ook de vraag of er vanuit de overheid wel of niet een Macro Beheersingsinstrument (MBI) wordt ingezet hangt elk jaar boven de markt. Met dit instrument kunnen overschrijdingen van het budgettaire kader zorg (BKZ) worden teruggevorderd van de sector. Over de concrete uitwerking van de inzet van dit instrument is nog veel onduidelijkheid. Indien het MBI in werking treedt, kan dit per ziekenhuis leiden tot naheffingen die in de miljoenen lopen. De vraag is of ziekenhuizen die met naheffingen geconfronteerd worden, over voldoende liquiditeiten beschikken.

Tegelijkertijd wordt geconcludeerd dat de marges die gerealiseerd zijn in de afgelopen jaren sterk afhankelijk zijn geweest van de opbrengsten van de transitiebaton. Vooral het resultaat bij kleinere ziekenhuizen is voor een belangrijk deel afhankelijk geweest van de tijdelijke transitiegelden. Dit is zorgelijk omdat de kleinere ziekenhuizen gemiddeld genomen ook al over de laagste vermogensbuffers en de slechtste liquiditeitspositie beschikken.

Figuur 2.2 biedt een overzicht van financieringsrisico's die op dit moment aan de orde zijn bij ziekenhuizen.



Figuur 2.2, Stijging financieringsrisico's door externe ontwikkelingen leidt tot toename eisen financieringsaanvragen (NVZ, 2015)

2.6 Werkkapitaal

De opkomst van marktwerking en de invoering van prestatiebekostiging zorgen voor meer onzekerheid over de financiële positie van veel zorginstellingen. Doordat bekostiging niet meer plaats vindt op basis van bevoorschotting, maar op basis van daadwerkelijk geleverde zorg, worden kasstromen binnen zorginstellingen steeds complexer. De complexiteit van registratie- en declaratieregels is hierbij ook een belangrijke factor. Door de complexe declaratieregels en lange doorlooptijden van behandelingen kan het soms lang duren voordat een ziekenhuis de vergoeding voor geleverde zorg ontvangt. De kosten voor personeel en kapitaallasten lopen ondertussen wel gewoon door. Afstemming van uitgaven op inkomsten vraagt daarom constant om aandacht.

Onjuiste registratie of declaratie van zorgproductie kan er toe leiden dat zorgverzekeraars rekeningen niet betalen, of betaalde rekeningen terug vorderen. Dit heeft er zelfs toe geleid dat ziekenhuizen en GGZ aanbieders geen goedkeurende accountantsverklaring ontvingen over hun jaarrekeningen van 2013. Hiermee werden financieringsovereenkomsten met banken geschonden. Dit heeft er toe geleid dat banken een waiver hebben verstrekt. Hiermee werd de schending van de overeenkomsten technisch teniet gedaan, maar namen de kosten voor financiering wel toe door hogere risicopremies. Daarbij moet gezegd worden dat het opeisen van de financiering geen reële optie was vanwege het ontbreken van herfinancieringsmogelijkheden.

Terwijl ziekenhuizen steeds vaker een beroep doen op banken voor dure kortlopende leningen (rekening courant) om tijdelijke tekorten in werkkapitaal op te vangen, kiezen banken er juist steeds vaker voor om de rekening courant faciliteiten af te bouwen als reactie op de toegenomen risico's. De druk op ziekenhuizen neemt hierdoor verder toe. Om een goede financiële positie te verkrijgen en behouden is het daarom van belang om kasstromen te kunnen voorspellen, beheersen en optimaliseren. Een professionele aanpak van treasurybeleid daarom cruciaal. Gebrek aan werkkapitaal kan immers ook leiden tot faillissement indien financiers niet bereid zijn om rekening courant faciliteiten beschikbaar te stellen. In de financieringsstrategie en financieringsstructuur is de toegang tot werkkapitaal dan ook een belangrijk aandachtspunt geworden.

2.7 Resumé

Over de volle breedte kan gesteld worden dat de risico's voor ziekenhuizen fors zijn toegenomen na introductie van (gereguleerde) marktwerking. Omzet en kasstromen zijn steeds minder voorspelbaar en de overheid biedt niet langer een vangnet als de continuïteit van een ziekenhuis in gevaar komt. Daarbij zijn ziekenhuizen geconfronteerd met een steeds verder toenemende inkoopmacht van zorgverzekeraars.

Veel ziekenhuizen zijn onder invloed van deze ontwikkelingen gefuseerd. De grote spelers die hiermee zijn ontstaan zijn vooral beter in staat om een antwoord te bieden op de inkoopmacht van zorgverzekeraars. Op korte termijn zijn hiermee waarschijnlijk een aantal faillissementen afgewend. Op lange termijn zijn conglomeraten ontstaan die als 'too big to fail' beschouwd kunnen worden. Ook blijken grote conglomeraten tegen financieringsplafonds op te lopen, waarbij het bestaande aanbod van financiering niet meer volledig kan voldoen aan de financieringsvraag.

Tegelijkertijd ontstaat ook geleidelijk het besef dat door innovaties in de zorg de verblijfsduur in ziekenhuizen afneemt en steeds meer behandelingen bij mensen thuis plaats kunnen vinden met behulp van moderne technologie. De financieringsbehoefte ten behoeve van investeringen in stenen neemt daarmee enigszins af. Innovaties en moderne technieken vragen echter evenzeer om forse investeringen. Mogelijk dat dit ook om andere financieringsvormen vraagt.

3 Ontwikkelingen met betrekking tot de financiering van (zorg)vastgoed

3.1 Inleiding

In de inleiding van dit onderzoek wordt gesproken over knelpunten die ziekenhuizen momenteel ondervinden bij de bancaire financiering van vreemd vermogen. Dit hoofdstuk gaat dieper in op de aard van de knelpunten en de ontwikkelingen die de knelpunten hebben veroorzaakt. Voordat specifiek gekeken wordt naar de financiering van zorgvastgoed, wordt eerst meer in zijn algemeenheid aandacht besteed aan ontwikkelingen die plaats hebben gevonden in de Nederlandse markt van vastgoedfinanciers. Veel ontwikkelingen zijn daarbij direct of indirect een gevolg van de wereldwijde financiële en economische crises die een einde heeft gemaakt aan de ruime beschikbaarheid van liquiditeit. De gevolgen van deze crisis hebben uiteindelijk ook hun weg gevonden naar de financiering van Nederlandse ziekenhuizen. Geborgde en ongeborgde financiering worden hierbij afzonderlijk besproken. Daarnaast is ook aandacht voor de financiering van werkkapitaal van ziekenhuizen, wat door het wegvallen van de bevoorschotting een steeds prominenter rol is gaan spelen binnen de algehele financieringsstructuur.

3.2 Ontwikkelingen in de Nederlandse markt van vastgoedfinanciers

De wereldwijde crisis die zich vanaf 2007 over de financiële markten verspreidde heeft blijvende gevolgen gehad. Met betrekking tot vastgoedfinanciering kan derhalve gesproken worden over een tijdperk van vóór de crisis en een tijdperk van na de crisis. Maatregelen die een herhaling van de crisis moeten voorkomen spelen een belangrijke rol bij de structurele veranderingen.

3.2.1 Vóór de financiële crisis

Voor de kredietcrisis was er een overvloed aan liquiditeit voorradig. Banken probeerden hun marktaandeel te vergroten en hun portefeuille te differentiëren door ook buiten hun eigen land financiering aan te bieden. Desondanks is de Nederlandse markt van vastgoedfinanciering lange tijd gedomineerd door 3 zeer dominante partijen, te noemen ING Real Estate Finance, FGH Bank (onderdeel van de Rabobank) en SNS Property Finance. Na de kredietcrisis hebben deze partijen (noodgedwongen) een flinke stap terug gedaan. Activiteiten zijn of worden afgesplitst van de banken en portefeuilles in Nederland en buitenland worden actief afgebouwd. Ondanks deze bewegingen zijn de genoemde partijen nog steeds verantwoordelijk voor de meerderheid van de vastgoedfinancieringen in Nederland. Daarbij heeft ABN Amro Bank wel zijn marktaandeel zien vergroten met ABN Amro Real Estate Finance, dat voor een belangrijk deel voortkomt uit de vastgoedactiviteiten van Fortis.

Voor al deze partijen geldt dat de activiteiten m.b.t. financiering van vastgoed onderdeel zijn van een breder pallet aan financiële dienstverlening en activiteiten. Door de schaal waarop zij opereren zijn zij in staat om met een professioneel funding apparaat tegen gunstige tarieven geld op te halen op de kapitaalmarkt. Hierdoor ontstonden historisch gunstige condities. Het gevolg hiervan was een forse groei van kredietverlening. Met de kredietcrisis kwam hier abrupt een einde aan.

Een groot aantal banken beschikten op dat moment over onvoldoende buffers om de verliezen op te vangen. Daarmee dreigden zij andere banken en de reële economie in hun val mee te slepen. Om die reden waren overheden genoodzaakt om dergelijke banken overheidssteun te verlenen teneinde een systeemcrisis te voorkomen. Een aantal vastgoedfinanciers die Nederland als thuismarkt hadden is de afgelopen jaren van de markt verdwenen of vervult op dit moment nog maar een marginale rol. Voor buitenlandse vastgoedfinanciers geldt dat zij zich in de eerste jaren na de crisis in grote mate terug hebben getrokken op hun thuismarkt.

3.2.2 Maatregelen ter voorkoming van herhaling financiële crisis

Om herhaling van een dergelijk scenario in de toekomst te voorkomen is er internationale regelgeving opgesteld door het Basel Committee on Banking Supervision, beter bekend als Basel I, II en III. Hieruit vloeien strengere kapitaaleisen voor banken voort. Banken moeten meer kapitaal aanhouden én het kapitaal dat wordt aangehouden, moet aan bepaalde voorwaarden voldoen om te verzekeren dat het solide is.

Daarbij wordt van alle banken geëist dat ze een buffer (meer kapitaal) aanhouden om onvoorziene problemen op te kunnen vangen: ze moeten genoeg liquide middelen aanhouden om ook in tijden van crisis aan alle betalingsverplichtingen te kunnen voldoen. Van systeembanken mag geëist worden dat ze hogere buffers aanhouden. Deze maatregel moeten resulteren in een betere financiële gezondheid en stabiliteit van de financiële sector.

SEO Economisch onderzoek (2011) geeft aan dat banken verschillende mogelijkheden hebben om zich aan de verscherpte eisen met betrekking tot de solvabiliteit te kunnen voldoen. Dit heeft zich de afgelopen jaren vertaald in de volgende maatregelen:

- Het inhouden van winsten teneinde deze te investeren in kapitaalreserves;
- Het extern aantrekken van eigen vermogen via aandelenemissies;
- Het verkorten van de balans door activiteiten af te stoten of te verminderen.

Een van de belangrijkste consequenties van Basel III is dat het nemen van risico duurder wordt voor banken omdat er meer reserves voor moeten worden aangehouden. Het logische gevolg hiervan is dat er enerzijds een verschuiving plaats vindt van risicovolle naar minder risicovolle activiteiten. Daarnaast wordt een hogere prijs gehanteerd voor te nemen risico's. Het feit dat vastgoedleningen in Basel III aan de hoogste risicocategorie zijn toegekend, heeft als gevolg dat bancaire instellingen een substantieel deel van het (schaarse) eigen vermogen voor dit doel moeten alloceren. Huibers (2012) constateert dat dit leidt tot terughoudendheid bij het aangaan van nieuwe vastgoedfinancieringen. Gezien de stijgende risico's en beperkte rendementen in de zorgsector, laten de gevolgen voor de financierbaarheid van zorgvastgoed zich raden.

Een andere maatregel uit Basel III zijn de verscherpte eisen die worden gesteld aan de liquiditeit van de bancaire instellingen. Banken moeten de funding van hun financieringen meer in lijn brengen met het langetermijnkarakter, en deze voor een groter deel financieren met langlopende in plaats van kortlopende leningen. De hogere rente die zij hiervoor moet betalen zal naar waarschijnlijkheid (deels) in de prijs worden opgenomen (SEO Economisch onderzoek, 2011). Dit heeft echter ook gevolgen voor de beschikbaarheid van langlopende leningen, die voor de zorgsector vanwege de langjarige afschrijftermijnen van het vastgoed juist van belang zijn.

3.2.3 Na de financiële crisis

Uit onderzoek dat SEO Economisch Onderzoek in 2011 heeft uitgevoerd in opdracht van de Autoriteit Consument en Markt (ACM) blijkt dat het risico op mededingingsrechtelijke problemen bij vastgoedfinanciering in de jaren na het ontstaan van de kredietcrisis groter is geworden. Dit komt doordat het aantal actieve spelers is afgenomen. Tegelijkertijd vindt er nauwelijks toetreding van nieuwe aanbieders plaats in de Nederlandse markt van vastgoedfinanciers. De wet- en regelgeving die voortkomt uit Basel III verscherpt de gevolgen van de terugloop van het aantal verschillende partijen dat actief is op de Nederlandse markt van vastgoedfinanciering.

Vast staat dat kapitaal momenteel een schaars goed is. Vastgoedfinanciering heeft daarbij ook nog te maken met de moeilijke markt voor onroerend goed met een lagere waarde van het onderpand en hogere risico's als gevolg. Om afschrijvingen te voorkomen, gebruiken banken de beschikbare liquiditeiten bij voorkeur voor het doorrollen van herfinancieringen (prayer & delay). Pas als deze zijn veiliggesteld, komen nieuwe financieringen in beeld.

Met name voor syndicaatsleningen ('clubdeals') als gevolg van het gebrek aan combinatiemogelijkheden en herfinancieringen signaleert SEO een verhoogd risico voor de beperkte mededinging. De mogelijkheden voor afnemers van krediet om, bij verlenging, overstapmogelijkheden als drukmiddel in te zetten zijn hierdoor beperkt. De aanbieder zit dan ook aan het roer bij heronderhandelingen en kan condities voor een belangrijk deel opleggen. Ook het op vlak van 'overstapmogelijkheden' worden risico's geïdentificeerd voor de mate van concurrentie en de aannemelijkheid van collusie.

In 2015 publiceerde de NMA de uitkomsten van een onderzoek naar mededinging op de financieringsmarkt voor MKB bedrijven. De conclusies die de NMA anno 2015 op basis van het onderzoek naar financiering van MKB bedrijven trekt is in grote mate vergelijkbaar met de conclusies die in 2011 getrokken werden naar aanleiding van de Sectorstudie Vastgoedfinanciering die zij destijds door SEO Onderzoek uit lieten voeren. Dit is aanleiding om te vermoeden dat de in 2011 getrokken conclusies met betrekking tot gebrek aan mededinging op de Nederlandse markt van vastgoedfinanciers anno 2015 nog steeds actueel zijn.

3.3 Ontwikkelingen in de markt van zorgvastgoedfinanciers

In hoofdstuk 4 zal nog nader besproken worden dat de traditionele financiering van ziekenhuisvastgoed hoofdzakelijk plaats vindt met vreemd vermogen dat door banken verstrekt wordt. Daarbij is een onderscheid te maken tussen geborgde en ongeborgde financiering. Borging van financieringen vonden in de tweede helft van vorige eeuw hoofdzakelijk plaats middels rijksgaranties. Op dit moment vormt het Waarborgfonds voor de Zorgsector (WFZ) de ruggengraat van het garantiestelsel voor leningen van zorgaanbieders. De rijksoverheid is hierbij nog wel achterborg.

De WFZ borging houdt in dat, als de zorginstelling ooit zodanig in de problemen raakt dat deze niet meer in staat is zijn rente- en aflossingsverplichtingen na te komen aan de geldgever die de lening verstrekt, het WFZ die betalingen aan de bank overneemt. Een borging bij het WFZ levert zorgaanbieders daarom een aanzienlijk rentevoordeel op; omdat het WFZ de risico's overneemt hoeft immers geen kredietopslag op de rente betaald te worden. Gezien het feit dat de hoogte van deze opslagen de laatste jaren is toegenomen, is het rentevoordeel bij borging navenant ook toegenomen. Het rentevoordeel loopt daarbij op tot ruim boven de 200 basispunten (Diepstraten, 2015).

Deelname aan het WFZ is voor zorginstellingen niet verplicht. Anderzijds is het WFZ niet verplicht elke zorginstelling als deelnemer te accepteren. Er gelden enkele formele voorwaarden bij toetreding. Daarnaast stelt het WFZ eisen met betrekking tot de kredietwaardigheid aan deelnemers. Periodiek wordt van alle deelnemers de kredietwaardigheid herbeoordeeld. Zorginstellingen waarvan na toetreding de kredietwaardigheid zodanig verslechtert dat zij niet meer voldoen aan de deelname eisen, komen tijdelijk niet in aanmerking voor nieuwe garanties totdat de situatie voldoende is verbeterd.

Onderstaande figuur laat zien hoe de verdeling tussen geborgde en ongeborgde financiering per deelsector er uit ziet. In de hierop volgende sub paragrafen wordt nader ingegaan op beiden.

EUR mln	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Uitstaande langlopende schulden							
Gehandicaptenzorg	1.727	1.852	1.878	2.077	2.183	2.225	2.300
Verpleeg-, verzorgingshuizen, thuiszorg	3.905	4.153	4.219	4.325	5.262	5.857	5.907
Totaal Care	5.632	6.005	6.097	6.402	7.445	8.082	8.207
Algemene ziekenhuizen	4.966	4.936	5.223	5.494	5.803	6.525	6.859
Categoriale ziekenhuizen	412	405	431	418	437	438	402
Totaal Cure (excl. UMC's)	5.378	5.341	5.654	5.912	6.240	6.963	7.261
GGZ	1.174	1.243	1.434	1.498	1.579	1.700	1.941
Totaal uitstaande langlopende schulden	12.184	12.589	13.185	13.812	15.264	16.745	17.409
Geborgd door WFZ							
Care	nb	nb	nb	nb	nb	3.419	3.528
Cure	nb	nb	nb	nb	nb	3.836	3.873
GGZ	nb	nb	nb	nb	nb	1.084	1.205
Totaal geborgd door WFZ	5.963	6.733	7.163	7.473	7.984	8.339	8.606
Geborgd door WFZ als % van langlopende schulden	48,9%	53,5%	54,3%	54,1%	52,3%	49,8%	49,4%
						Care	43,0%
						Cure	53,3%
						GGZ	62,1%

Bron: CBS; Jaarverslagen WFZ 2005-2012

Figuur 3.1, Uitstaande langlopende schulden zorgaanbieders Nederland per sector, met weergave geborgd deel (Deloitte 2015)

3.3.1 Geborgde financiering zorgvastgoed

Bij de financiering van zorgvastgoed vervult het aanbod van geborgde financiering door het WFZ een cruciale rol. Volgens de weergave in figuur 3.1 was per ultimo 2012 ca. 49% van de totale langlopende schulden geborgd door het WFZ. Daarbij moet gezegd worden dat ziekenhuizen gemeten op basis van omzet procentueel gezien het vaakst deelnemer zijn bij het WFZ, en aanbieders van ouderenzorg het minste (vooral verzorgingshuizen worden vaak gehuurd bij corporaties). Met een borging door het WFZ is voor bancaire instellingen de cashflow gegarandeerd en vormt het een (nagenoeg) risicoloos financieringsconcept. Met een

borgstelling van het WFZ kan een zorginstelling daarom tegen gunstige condities langjarige financiering aantrekken voor investeringen.

Dit laat onverlet dat het WFZ de afgelopen jaren net als banken kritischer is geworden bij het verstrekken van garanties op leningen. Er worden hogere eisen gesteld aan de businesscases, er wordt intensiever herbeoordeeld en volledige borgingen behoren tot het verleden. Wel wordt er nog voor lange looptijden geborgd. Omdat volledige borging niet meer mogelijk is, is het van belang dat zorgaanbieders hun 'borgingscapaciteit' strategisch inzetten. Zeker nu banken hun volume van financieringen aan de zorgsector geleidelijk afbouwen. Door nu ook ongeborgd te financieren, wordt de mogelijkheid om in de toekomst geborgd te financieren open gehouden. Wanneer er nu verhoudingsgewijs sprake is weinig ongeborgde financiering, dan zal het in de toekomst moeilijk zijn om nieuwe geborgde financieringen aan te trekken.

Geborgde financiering voor zorgaanbieders wordt voor circa 75% verstrekt door sectorbanken (Bank Nederlandse Gemeenten (BNG) en de Nederlandse Waterschapsbank (NWB)). De overige 25% van de geborgde financiering wordt voornamelijk verstrekt door of via commerciële banken. Deze banken houden de geborgde financiering vaak niet op de balans maar zetten dit rechtstreeks door naar andere partijen zoals institutionele beleggers. Mits het WFZ bereid is te borgen, is er momenteel in ruime mate financiering beschikbaar. Het feit dat banken geen reserves aan hoeven te houden voor geborgde financiering ende goede risico-rendementsverhouding spelen hierbij een rol.

3.3.2 Ongeborgde financiering zorgvastgoed

De andere helft van de totale langlopende schulden van zorgaanbieders is ongeborgd gefinancierd. De ongeborgde financiering aan zorginstellingen wordt verstrekt door de Nederlandse commerciële banken (met name ABN AMRO Bank, ING Bank en Rabobank) en door de BNG. Bij het verstrekken van ongeborgde financiering kijken banken in belangrijke mate naar het belang van de zorginstelling in de maatschappij. Wanneer er reeds een aantal soortgelijke zorginstellingen in de directe omgeving gevestigd zijn is het de vraag of het toevoegen van nieuwbouw leidt tot een duurzame oplossing.

Enkele banken hebben tijdens interviews aan Deloitte (in het kader van het evaluatieonderzoek WFZ) kenbaar gemaakt dat sprake is van een kloof tussen benodigde en beschikbare ongeborgde financiering in de markt (Deloitte 2015). Vanwege strengere kapitaaleisen bij de banken (Basel III) en het toenemende risicoprofiel in de zorgsector, zijn de meeste banken terughoudend om hun exposure in de zorg verder uit te breiden of willen zij deze exposure zelfs afbouwen. Banken zullen hun uitstaande ongeborgde financiering in de zorg niet dus terug willen brengen. Commerciële banken geven aan een inschatting te hebben gemaakt voor de ongeborgde financiering die zij maximaal uit willen hebben staan in bepaalde subsectoren in de zorg.

Banken hanteren bij nieuwe financiering doorgaans lagere volumes en kortere looptijden dan enkele jaren geleden. Dit speelt met name bij ongeborgde financiering. Sectorbanken geven aan ongeborgde financiering aan zorginstellingen bij voorkeur voor maximaal 15 jaar te verstrekken, waar commerciële banken aangeven een looptijd van 10 jaar al lang te vinden. Wanneer de looptijd van de ongeborgde financiering korter is worden zorginstellingen blootgesteld aan een hoger herfinancieringsrisico. Anderzijds wordt het risico dat banken lopen gereduceerd door kortere looptijden te hanteren. Er is dus minder bancaire financiering beschikbaar in de markt, terwijl zorginstellingen wel voor (her)financieringsopgaven staan.

De afname van het aantal banken en de financieringsbereidheid resulteert in afhankelijkheid van een beperkt aantal banken, oftewel nauwelijks concurrentie. Dit heeft slechtere condities bij (nieuwe) leningen als gevolg, zoals prijsopslagen, verstrekkende afwenteling van markt- en ondernemingsrisico's en tal van eenzijdige wijzigingsbevoegdheden. De vrees bestaat daarbij dat dit als gevolg van de regelgeving die voortkomt uit Basel III in de toekomst een nog groter probleem gaat worden. De hogere risicopremie wordt anno 2015 nog maar nauwelijks gevoeld omdat de rentes op de kapitaalmarkt erg laag zijn. Wanneer de rentes op de kapitaalmarkt zich naar meer gebruikelijkere niveaus bewegen, zullen de hogere risicopremies pas echt gevoeld worden in de zorgsector (Baks, 2015). Bij herfinanciering, renteherziening en financiering van nieuwe projecten kan dat tot fors hogere financieringslasten leiden voor zorgaanbieders.

Mede hierdoor wordt naast banken steeds meer gekeken naar alternatieve financieringsbronnen. Daadwerkelijke transacties met alternatieve financiering zijn echter in de zorgsector vooralsnog beperkt. Voor zover andere geldgevers dan banken financiering verstrekken, stellen deze partijen garantie door het WFZ

doorgaans als voorwaarde. Er is voldoende kapitaal beschikbaar bij institutionele investeerders, maar de initiatieven lopen vaak vast op zaken als looptijd, type lening of het probleem dat de faciliteit in een bestaand financieringsarrangement moet worden ingebracht. Bovendien is vanuit het risico-oogpunt van mogelijke investeerders alternatieve financiering vaak minder interessant, omdat alternatieve bronnen doorgaans achtergesteld zijn op de banken die bij de betreffende zorginstelling al leningen hebben uitstaan.

3.3.3 Financiering van werkkapitaal

Omdat de omzet van zorgaanbieders in het verleden bevoorschot werd, hadden zorgaanbieders in het verleden zelden of nooit aanvullende financiering nodig voor het financieren van werkkapitaal. Steeds meer producten die bekostigd worden uit de Zvw of de WMO, worden echter niet meer bevoorschot. Hierdoor ontstaat er meer behoefte aan liquiditeit. Veel zorgaanbieders zijn hierbij afhankelijk van banken omdat hun eigen vermogen vast zit in de stenen. Dit effect wordt versterkt door verschillende problemen met registraties en declaraties. Betalingen van zorgverzekeraars blijven hierdoor langer uit waardoor de behoefte aan met vreemd vermogen gefinancierd werkkapitaal bij ziekenhuizen verder toeneemt.

Banken zien mede hierdoor de risico's verder toenemen. Het verbod van verzekeraars op het verpanden van onder handen werk draagt daarbij bij aan terughoudendheid bij banken ten aanzien van de financiering van werkkapitaal. Rekening courant faciliteiten zijn de afgelopen jaren dan ook eerder terug geschroefd dan uitgebreid. Dit knelt met de toenemende behoefte aan dergelijke faciliteiten.

Indirect raakt het ook de financiering van vastgoed. Omdat zorgverzekeraars het verpanden van opbrengsten uit geleverde productie verbieden, betekent dit dat financiers van werkkapitaal in dezelfde vijver van zekerheden vissen als financiers van vastgoed. Tegelijkertijd hebben de financiers van vastgoed echter een groot belang bij de financiering van werkkapitaal indien hier noodzaak toe ontstaat. Gebrek aan liquiditeit kan immers tot een faillissement leiden. Bij de hoge Loan to Value's (LTV) waarvan doorgaans sprake is bij incourant ziekenhuisvastgoed zou dit tot flinke verliesposten voor vastgoedfinanciers leiden. Om die reden wordt er bij de beoordeling van het risicoprofiel steeds nadrukkelijker gekeken naar de toegang tot werkkapitaal. Vooral partijen die zelf geen rol kunnen spelen bij het verstrekken van werkkapitaal eisen risicodragende betrokkenheid van financiers die dit wel kunnen.

3.4 Resumé

In voorgaande paragrafen zijn verschillende ontwikkelingen in de financiële sector besproken die een negatief effect hebben gehad op de financierbaarheid van zorgvastgoed. De gevolgen van de wereldwijde financiële en economische crisis hebben daarmee veel impact gehad op de financiering van zorgvastgoed. Deze gevolgen van deze crisis zijn nog steeds voelbaar, omdat er structurele veranderingen plaats hebben gevonden in de financieringsmarkt. Zo zijn bijvoorbeeld Fortis en SNS Bank als bancaire financier weggefallen, terwijl de resterende financiers te maken hebben met aangescherpte wet en regelgeving zoals Basel III. Er gelden strengere kapitaaleisen en banken moeten grotere buffers aanhouden. Ook de zorgsector ondervindt hiervan de gevolgen. Naast de BNG en de NWB, die vooral het segment van geborgde leningen bedienen, zijn voor ongeborgde leningen vooral nog de Rabobank, ABN AMRO en ING actief in het bancaire financieren van de zorgsector.

Omdat het aantal partijen zeer beperkt is, is er momenteel nauwelijks sprake van concurrentie tussen banken. Zeker zorginstellingen met een omvangrijke financieringsbehoefte zijn (vanwege de bancaire kredietplafonds) feitelijk veroordeeld tot een consortium van banken. In de praktijk betekent dit vaak dat er bij ongeborgde financiering ten hoogste 1 offerte ligt. Dit vertaalt zich in ongunstige leningcondities voor, en een hoge mate van risico-afwenteling op de instelling.

Knelpunten die ziekenhuizen waar ziekenhuizen (indirect) de gevolgen van ondervinden zijn:

1. De beperkte mededinging onder vastgoedfinanciers als gevolg van het verdwijnen van een aantal grote binnenlandse en buitenlandse spelers op de markt van vastgoedfinanciering.
2. De aangescherpte eisen met betrekking tot het aanhouden reserves op de eigen balans vanwege Basel III.

Om toegang te houden tot financiering onder de juiste condities wordt het voor zorgaanbieders van steeds groter belang om een financieringsstrategie te ontwikkelen. Flexibiliteit en diversiteit zijn daarbij de

sleutelwoorden voor een marktconforme financiering (Diepstraten 2015). Het is daarbij van belang dat zorgaanbieders weten wat financiers denken en verwachten.

Zaken waarover een zorgaanbieder na moet denken bij het ontwikkelen van een strategie zijn voorfinanciering, de verdeling tussen geborgde en ongeborgde financiering, het eventueel opknippen van financiering en het matchen van het type krediet met het type activa. De wijze waarop om wordt gegaan met het renterisico is eveneens van belang. In de volgende hoofdstukken zullen deze aspecten nog uitgebreid besproken worden.

Zorgaanbieders die geen financieringsstrategie voor ogen hebben, lopen het risico dat ze 'droog' komen te staan of genoeg moeten nemen met zeer ongunstige condities die vaak leiden tot hoge kosten en omvangrijkere risico's.

4. Financieringstheorieën

4.1 Inleiding

Dit hoofdstuk gaat in op de afwegingen die geldvragers maken met betrekking tot hun financieringsstructuur. Als uitgangspunt gelden daarbij een aantal financieringstheorieën. Omdat ziekenhuizen steeds meer risico's lopen bij zowel de zorg- als de vastgoedexploitatie en daardoor gedwongen worden om hun eigen organisatie steeds bedrijfsmatiger te bekijken en aan te sturen, is daarbij gekozen voor moderne financieringstheorieën uit de corporate finance. Deze vormen een belangrijke theoretische basis voor de verdere uitvoering van dit onderzoek.

Daarbij wordt gebruik gemaakt van verschillende theorieën met betrekking tot financiering en leverage. Tevens wordt de pikordetheorie besproken, alsmede een theorie die ingaat op de invloed van de factor 'timing' op de gekozen financieringsstructuur. Via deze route ontstaat een kader met betrekking tot afwegingen die zorgaanbieders vanuit de theorie zouden moeten maken bij het vormgeven van hun financieringsstructuur.

Voorts wordt ingegaan op de vraag hoe de theorie met betrekking tot financieringsstructuren zich verhoudt tot de financieringsstructuur van ziekenhuizen zoals deze momenteel is vormgegeven. Tot slot volgt een resumé waarin de zoektocht naar alternatieve financieringsinstrumenten vanuit de theorie verklaard wordt.

4.2 Moderne financieringstheorieën

De theorieën die voor het verdere onderzoek als theoretisch fundament fungeren zijn:

- De Financieringstheorieën van Modigliani en Miller (4.2.1)
- Pecking order theorie van Myers en Majluf (4.2.2)
- 'Market timing and Capital structure' van Baker en Wurgler (4.2.3)

4.2.1 Financieringstheorie Modigliani en Miller

Een belangrijke basis voor de moderne financieringstheorieën is gelegd door Modigliani en Miller (M&M). Zij deden dit met het artikel "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment" (1958). In dit artikel gaan zij in op de vraag of er een optimale kapitaalstructuur bestaat voor een onderneming. De totale vermogenspositie van een onderneming, opgebouwd uit eigen vermogen (equity) en vreemd vermogen (debt), vormt hierbij de kapitaalstructuur. Hoewel de theorieën van Modigliani en Miller inmiddels ruim een halve eeuw mee gaan, vormen zij nog steeds een solide theoretische basis voor onderwerpen die dit thema raken. Alvorens nader in te gaan op de theorie omtrent de kapitaalstructuur, wordt eerst nader ingegaan op de begrippen eigen vermogen en vreemd vermogen (Ots, 2004).

Vreemd vermogen:

Vreemd vermogen is opgebouwd uit de schulden en verplichtingen van een onderneming of entiteit. Er wordt onderscheid gemaakt naar schulden op de korte termijn (vlottende schulden, binnen één jaar te betalen) en schulden op de lange termijn (langlopende schulden, later dan na 1 jaar te betalen). Vreemd vermogen wordt getypeerd als risicomijdend of niet-ondernemend vermogen. Dit laat onverlet dat vreemd-vermogenverschaffers wel degelijk risico lopen. Wanneer de onderneming failliet gaat kunnen de schuldeisers hun vordering (geheel of gedeeltelijk) verliezen. Indien er na een faillissement sprake is van (gedeeltelijke) terugbetaling, dan hebben de verstrekkers van vreemd vermogen voorrang op de verstrekkers van eigen vermogen. Het deel van de vermogenspositie dat met vreemd vermogen gefinancierd is wordt uitgedrukt in leverage: hoe hoger het percentage, hoe hoger het aandeel vreemd vermogen. In het geval van een hypothecaire lening wordt er een onderpand gegeven voor de lening, een zekerheid waardoor de bank een lager risico van wanbetaling loopt en daarom een lagere rente zal berekenen. Vreemd vermogen speelt doorgaans een belangrijke rol in de kapitaalstructuur.

Eigen vermogen:

Het eigen vermogen van een onderneming wordt berekend door de schulden van de activa af te trekken. Het eigen vermogen wordt getypeerd als risicodragend of ondernemend vermogen; de verschaffer van (extern) eigen vermogen is doorgaans (mede) eigenaar en heeft daarbij vaak enige vorm van zeggenschap. De aandeelhouder loopt het risico dat hij zijn vermogen verliest bij een faillissement of liquidatie. In dat geval komt hij pas aan de beurt als de schuldeisers betaald zijn. Eigen vermogen wordt dan ook wel gedefinieerd als

"middelen die volledig en onvoorwaardelijk ter beschikking staan van de instelling om haar risico's of verliezen in te dekken". De verhouding (in procenten) tussen het eigen vermogen ten opzicht van de totale vermogenspositie wordt de solvabiliteit genoemd. Hoe hoger het aandeel eigen vermogen hoe hoger de solvabiliteit. Voor verschaffers van vreemd vermogen impliceert een hogere solvabiliteit dat zij een lager risico lopen. Een groot eigen vermogen en een lage leverage betekent echter wel dat het rendement op het eigen vermogen lager uitvalt.

Uitgaande van een aantal, strikte, veronderstellingen stellen Modigliani en Miller (1958):

- I. Dat kapitaalstructuur niet van invloed is op de waarde van een onderneming. Elke combinatie van eigen en vreemd vermogen optimaliseert de ondernemingswaarde.
- II. Dat de kosten voor het eigen vermogen een lineaire functie is van de verhouding eigen vermogen / vreemd vermogen. Dit veronderstelt een verband tussen de kosten van het eigen vermogen en de mate van financiering met vreemd vermogen, doordat het risico op eigen vermogen stijgt naarmate een onderneming meer gefinancierd is met vreemd vermogen.

Deze stellingen zijn van toepassing indien de volgende veronderstellingen als uitgangspunt gelden (Modigliani en Miller, 1958):

- Er zijn geen belastingplicht;
- Er zijn geen transactiekosten voor het aantrekken van kapitaal;
- Er zijn geen kosten verbonden aan faillissementen;
- De kapitaalmarkten functioneren perfect;
- Er is geen sprake van informatie symmetrie tussen bedrijven en investeerders.

Deze uitgangspunten doen echter geen recht aan de veel complexere realiteit, waarmee de stellingname van Modigliani en Miller eigenlijk slechts een versimpelde versie van de werkelijkheid is. In de praktijk is voor ondernemingen de betaalde rente bijvoorbeeld doorgaans fiscaal aftrekbaar. Modigliani en Miller hebben daarom hun theoretisch model aangepast, waarbij rekening wordt gehouden met het fiscale voordeel dat ontstaat door aftrek van rentelasten. In dit aangepaste model (1963) neemt de waarde van de onderneming, in samenhang met de fiscale aftrekbaarheid van rentelasten, toe naarmate er meer vreemd vermogen in de kapitaalstructuur zit. Vanuit dit perspectief zou het logisch zijn als ondernemingen een zo hoog mogelijk aandeel vreemd vermogen na zouden streven (Modigliani et al, 1963).

Een groot aandeel vreemd vermogen zorgt echter voor omvangrijkere risico's voor de verstrekkers van dit vreemd vermogen. Bij tegenvallende exploitatieresultaten zijn de buffers immers beperkter en ontstaat eerder een situatie waarbij de onderneming niet meer aan de verplichtingen voor rente en aflossing kan voldoen. Verschaffers van vreemd vermogen berekenen de grotere kans op een faillissement en daarmee samenhangende verliezen daarom door in de kosten van het vreemd vermogen. Als de kans en de consequenties van een mogelijk faillissement worden verdisconteerd in de kosten van het vreemd vermogen, dan komen er ook nadelen in beeld ten aanzien van een kapitaalstructuur waarbij zwaar wordt geleund op vreemd vermogen.

Ondernemingen zoeken derhalve naar een optimum in fiscale optimalisatie, maar houden wel rekening met de doorberekende kosten voor een verhoogde kans op faillissement. Kraus en Litzenberger (1973) noemen dit de "tradeoff theory" (Kraus et al., 1973).

De theorie van Modigliani en Miller heeft betrekking op de financiering van ondernemingen met aandeelhouders en een winstdoelstelling. Dit onderzoek richt zich op de financiering van vastgoed van zorgaanbieders die opereren vanuit een stichtingsvorm en daarmee zonder winstdoelstelling of aandeelhouders. Deze zorgaanbieders zijn voor het grootste deel van hun activiteiten ook vrijgesteld van BTW of vennootschapsbelasting. Derhalve kan de vraag gesteld worden in hoeverre de corporate finance theorieën van Modigliani en Miller ook relevant zijn in relatie tot vastgoedfinancieringen van zorgaanbieders. Hoewel de financieringsstructuur door vrijstelling van belastingplicht niet van invloed op de waarde van de onderneming of het vastgoed van zorgaanbieders, neemt wel het risico op eigen en vreemd vermogen toe indien een groter aandeel met vreemd vermogen is gefinancierd (McDonald, 2012).

Bovendien geldt voor zorgaanbieders dat de vermogensstructuur vanuit historisch perspectief op basis van achterhaalde uitgangspunten tot stand is gekomen. Het oude bekostigingsstelsel van budgettering, bevoorschotting en nacalculatie kende nauwelijks risico's voor zorgaanbieders waardoor er slechts een zeer beperkt eigen vermogen nodig was om risico's op te vangen. Het overheidsbeleid is daarbij decennia lang gericht geweest op het beperken van eigen vermogens van zorgaanbieders die bekostigd worden met publieke middelen.

4.2.2 Pecking order theorie van Myers en Majluf

Myers en Majluf (1984) hebben op basis van de theorieën van Modigliani en Miller de "Pecking order theory" ontwikkeld. In deze theorie die ook veel gebruikt wordt in de leer van de corporate finance, houden zij in tegenstelling tot Modigliani en Miller wel rekening met het feit dat er in werkelijkheid wel transactiekosten verbonden zijn aan het afsluiten van externe financieringen. De informatieasymmetrie tussen bedrijven en investeerders waar in werkelijkheid sprake van is, is hier debet aan.

Volgens de Pecking order theorie hebben ondernemingen een financieringshiërarchie. In het Nederlands wordt deze theorie dan ook de pikordetheorie genoemd. Myers en Majluf maken onderscheid tussen drie financieringsbronnen die ten grondslag liggen aan de financiering van een onderneming, namelijk:

- 1) Interne bronnen zoals reserves;
- 2) Vreemd vermogen;
- 3) (extern) Eigen vermogen.

Binnen de financieringshiërarchie zijn de kosten van de financiering een afweging. De financiering met interne bronnen is het goedkoopste, gevolgd door vreemd vermogen. Extern aangetrokken eigen vermogen is de duurste vorm. Vanuit dit oogpunt wordt een financieringsbehoefte dan ook bij voorkeur intern ingevuld. Het aantrekken van vreemd vermogen geschiedt pas indien interne bronnen niet of in onvoldoende mate voorhanden zijn. Pas wanneer ook vreemd vermogen niet meer voorhanden is (of wanneer het niet meer verstandig is om nog meer schuld aan te gaan) geldt het aanwenden van extern eigen vermogen als een logische stap. Uitgifte van aandelen door een onderneming heeft ook gevolgen voor de eigendomsstructuur. Daarbij treed bovendien een wijziging op in de verhoudingen met betrekking tot zeggenschap. De keuze tussen verschillende vormen van vreemd vermogen wordt gemaakt op basis van de bijbehorende transactiekosten.

In de pikordetheorie wordt de kapitaalstructuur van een onderneming dus bepaald door de beschikbaarheid van financieringsbronnen. Een optimale kapitaalstructuur bestaat daarbij feitelijk niet. De wijze van financieren geldt voor vermogensverschaffers echter wel als een indicator voor de mate van risico. Wanneer een onderneming kiest voor het aantrekken van extern eigen vermogen, dan impliceert dit dat de interne bronnen en de mogelijkheden tot het aantrekken van vreemd vermogen kennelijk zijn uitgeput. Dergelijke indicatoren worden doorvertaald naar de risicobeoordeling en hebben gevolgen voor de kosten van het kapitaal. Omdat er doorgaans sprake is van informatieasymmetrie, weten managers daarbij vaak meer over de vooruitzichten, risico's en waarde van een onderneming dan dat externe investeerders weten (Myers et al, 1984).

De theorieën van Modigliani en Miller en Myers en Majluf gaan in op veel aspecten die raakvlakken hebben met de ontwikkeling van een financieringsstrategie om tot een optimale financieringsstructuur te komen. Daarmee vormen zij een belangrijke basis voor de beantwoording van de onderzoeksvraag.

Kijkend naar de huidige financieringsstructuur valt op dat er weinig eigen vermogen aanwezig is bij zorgaanbieders en dat er traditioneel sprake is van een sterke afhankelijkheid van bancaire gefinancierd vreemd vermogen. De trend over de afgelopen jaren is daarbij wel dat het eigen vermogen, mede ook onder druk van financiers van vreemd vermogen, is toegenomen. Gezien het huidige risicoprofiel is de vraag of de huidige leverage niet nog steeds aan de hoge kant is legitiem.

4.2.3 'Market timing and Capital structure' theorie van Baker en Wurgler

Baker en Wurgler (2002) vroegen zich af in hoeverre de factor timing van invloed is op de financieringsstructuur van een onderneming. De belangrijkste bevinding uit verschillende empirische analyses die zij uitvoerden is dat ondernemingen met een lage leverage extern eigen vermogen hebben verworven op

het moment dat de hun waardering hoog was. Andersom stellen zij dat een hoge leverage samenhangt met het verwerven van eigen vermogen ten tijde van lage waarderingen. Leverage hangt daarmee volgens Baker en Wurgler sterk samen met historische waarderingen van een onderneming. Managers die de beslissing nemen aandelen uit te geven proberen dit dus te doen wanneer hun aandelen relatief hoog gewaardeerd zijn, en zeker niet wanneer de aandelen ondergewaardeerd zijn.

Voor Nederlandse ziekenhuizen gaat deze theorie vanuit historisch oogpunt niet op omdat overheidsregulering een belangrijke rol heeft gespeeld bij het ontstaan van de financieringsstructuur met een zeer hoge leverage in de tweede helft van de twintigste eeuw. Daar waar wel sprake is van privatisering van publieke organisaties als ziekenhuizen, geldt dat dit doorgaans juist gebeurt op het moment dat de waardering laag is. De overheid kiest dan voor privatisering op basis van een overtuiging dat private partijen in staat zijn om activiteiten efficiënter en tegen een betere kwaliteit te realiseren. Op het moment van de verkoop is dan echter sprake van een lage waardering. Dit geldt ook voor een aantal Nederlandse ziekenhuizen waarvan het voortbestaan zeer onzeker was. Private partijen hebben hier het eigendom verworven op het moment dat de waardering laag was.

Dit neemt niet weg dat asymmetrische informatie normaliter een belangrijke rol speelt in de keuze tussen de verschillende financieringsvormen. Hoe meer asymmetrische informatie er bestaat tussen de managers en de investeerders van het bedrijf, hoe groter de kans is dat het bedrijf zich zal wenden tot de private markt (Gomes & Phillips, 2012).

4.3 Overige afwegingen ten aanzien van financieringsvormen

In voorgaande paragrafen is op basis van verschillende theorieën gesproken over afwegingen met betrekking tot de financieringsstructuur die te maken hebben met kosten en rendement. Wat voor het ziekenhuis kosten zijn, is voor een investeerder of belegger rendement. Een deel van de opbrengsten van het ziekenhuis worden daarmee afgestaan aan de investeerder of belegger. De vergoeding die het ziekenhuis betaalt is daarbij opgebouwd uit twee delen; een deel voor het beschikbaar stellen voor het geld en een premie voor het risico dat de belegger of investeerder loopt. In hoofdstuk wordt nader in gegaan op verschillende risico's. Van belang is daarbij de allocatie van risico's. Een aantal risico's ligt per definitie bij de het ziekenhuis of de belegger, maar sommige risico's zijn overdraagbaar. Met het oog op het vinden van een optimale financieringsstructuur is deze overdraagbaarheid (en hetgeen er tegenover staat) een belangrijke variabele.

Afwegingen die ziekenhuizen maken ten aanzien van financieringsvormen zijn echter breder dan enkel op het vlak van kosten, rendement en de allocatie risico's. In het afwegingskader voor financiering van vastgoed voor de cure dat Campman (2014) ontwikkelde en toetste bij ziekenhuizen, kwamen ook verschillende afwegingen op het vlak van zeggenschap, flexibiliteit en vastgoedkennis aan de orde. Deze blijken in de praktijk ook nadrukkelijk onderdeel te zijn van het kader waarbinnen ziekenhuizen afwegingen maken ten aanzien van financieringsstrategieën en -structuren. In de hierop volgende sub paragrafen wordt nader ingegaan op de afwegingen met betrekking tot zeggenschap, flexibiliteit en vastgoedkennis

4.3.1 Zeggenschap en externe disciplineren

Zeggenschap kan betrekking hebben op tal van aspecten. Het kan gaan over het vastgoed zelf, maar ook op (ingrijpende) strategische keuzes van een ziekenhuis. Zo kan sprake zijn van externe disciplineren waarbij keuzen die het risicoprofiel beïnvloeden enkel tot stand kunnen komen indien hiervoor goedkeuring is verleend door de financier van vreemd vermogen. Dit geldt bijvoorbeeld voor strategische keuzes zoals fusies, overnames of het afstoten van bedrijfsonderdelen. Ook veranderingen in juridische structuur, zoals het omzetten van een stichting naar een BV met het oog op het aantrekken van extern eigen vermogen, behoort hiertoe. Het WFZ besteedt in de statuten en het reglement van deelneming uitgebreid aandacht aan zaken waarvoor toestemming gevraagd dient te worden. Bij de beoordeling van verzoeken ligt de focus op gevolgen voor het risicoprofiel. Wijzigingen met betrekking tot zeggenschap binnen een ziekenhuis kunnen dus ook onderdeel zijn van toetsing op basis van externe disciplineren van verstrekkers van vreemd vermogen.

Zeggenschap kan zich ook beperken tot aspecten die betrekking hebben op het vastgoed. Bijvoorbeeld op de kenmerken van het gebouw, onderhoud en functionele aspecten. Wie eigenaar en gebruiker is heeft maximale zeggenschap over het vastgoed. Indien de eigenaar niet de gebruiker is, dan ontstaat er een verhouding tussen twee partijen die niet altijd gelijkgerichte belangen hebben. Bovendien kan er ook sprake zijn van informatie asymmetrie; de eigenaar heeft geen volledige kennis over de voorkeuren van de gebruikers. Tot slot zal de gebruiker zich bij zijn inspanningen niet altijd laten leiden door de belangen van de eigenaar en andersom.

Door tegengestelde belangen kan echter sprake zijn van een spanningsveld. Zeker ook omdat het vastgoed van een ziekenhuis sterk ingrijpt op het primaire proces. Het overdragen van zeggenschap met betrekking tot het vastgoed kan dan ook ingrijpend zijn. Wanneer zeggenschap overgedragen wordt dan moet altijd de vraag gesteld worden of desbetreffende partij de beste partij is om het specifieke onderdeel te managen. In bepaalde gevallen kan het ook juist van toegevoegde waarde zijn om zeggenschap over te dragen, zodat het ziekenhuis zich op het primaire zorgproces kan focussen. Het is echter van belang om de governance tussen ziekenhuizen en eventuele investeerders of beleggers goed vast te leggen. Belangen moeten daarbij zo veel mogelijk gelijk gericht zijn.

Zeggenschap wordt dus bepaald door kosten, risico en vastgoedkennis, maar beïnvloed tegelijkertijd ook de kosten, het risico en vastgoedkennis. Degene die meer risico's draagt, eist meer zeggenschap. Dit geldt ook voor vastgoedkennis; als er een externe partij risico's draagt, dan zal hij ook meer vastgoedkennis inbrengen. Wanneer een ziekenhuis risico's en zeggenschap overdraagt, dan betekent dit bijna automatisch dat er (vastgoed)kennis van buitenaf aangewend wordt.

4.3.2 Flexibiliteit

Door de toenemende dynamiek in de zorgsector is het voor zorgaanbieders steeds belangrijker om makkelijk te kunnen anticiperen op veranderende omstandigheden. Voor dit onderzoek is zijn verschuivende vormen van flexibiliteit van belang. Ziekenhuizen willen bijvoorbeeld kunnen anticiperen of reageren op veranderingen in cash flow. Bijvoorbeeld door tussentijdse aflossing of verandering van de omvang van de participatie, maar uiteraard ook door de verhouding tussen kort- en langlopende leningen en de hoogte van de rente te kunnen sturen. Daarnaast willen ziekenhuizen aanpassingen in hun vastgoed kunnen verrichten die nodig zijn om mee te kunnen met de laatste technieken en inzichten. Zorgprocessen zijn daarbij leidend. Tot is slot is het belangrijk om over een mogelijkheid te beschikken om bij veranderingen in vraag 'mee te kunnen ademen' met het vastgoed, zodat ook de kosten gereduceerd kunnen worden als inkomsten terug lopen. Voor specifiek vastgoed met een beperkte alternatieve aanwendbaarheid is deze flexibiliteit in de praktijk moeilijk te realiseren.

Flexibiliteit wordt beïnvloed door kosten en risico en vice versa. Tegenover meer flexibiliteit staan hogere kosten. Over het algemeen leidt meer flexibiliteit voor een ziekenhuis tot een hoger risico bij een financier. Ziekenhuizen moeten daarbij de afweging maken of de prijs die zij betalen voor flexibiliteit opweegt tegen de kosten die zij kunnen besparen. Ook moet de vraag gesteld worden aan welke risico's een ziekenhuis bloot gesteld mag worden. Het speculeren met financiële producten behoort niet tot de publieke functie van een ziekenhuis. Met betrekking tot financiële flexibiliteit is er daarom voor te pleiten om langlopende schulden met langlopende leningen te dekken. Niet flexibel, maar wel risico beperkend.

4.3.3 Vastgoedkennis

De aanwezigheid van vastgoedkennis kan risico's beperken en rendementen optimaliseren. Vastgoedkennis is te typeren in verschillende componenten. De trap van Joroff geeft deze verschillende componenten weer (Joroff 1993). In tegenstelling tot wat de treden in de trap suggereren, is er geen sprake van een hiërarchie in belang. Wel kan een trede in de trap enkel bestaan als de componenten in de onderliggende treden ook zijn ingevuld. De trap van Joroff wordt in het Corporate Real Estate Management (CREM) als een beschrijving van het ontwikkelingsproces gezien, waarbij het invullen van de strategische component het uiteindelijk doel is. De invulling van CREM op strategisch niveau, zal uiteindelijk de meeste waarde toevoegen. Voor ziekenhuizen geldt daarbij een nadrukkelijk verband met het primaire proces; de vastgoedstrategie moet aansluiten op de zorgstrategie.

Een ziekenhuis kan er voor kiezen om zelf vastgoedkennis in huis te hebben. Maar een financier of belegger brengt ook vastgoedkennis in. Soms louter voor het managen van de eigen investering, maar het is ook mogelijk de vastgoedkennis van de belegger of investeerder aan te wenden ten behoeve van de gebruiker. Daarbij kan een ziekenhuis er voor kiezen het vastgoedmanagement samen met bijbehorende risico's en zeggenschap uit handen te geven, tegen een bepaalde prijs. Wanneer een ziekenhuis onvoldoende vastgoedkennis in huis heeft om weloverwogen en gedegen vastgoedmanagement te realiseren, dan is het uit handen geven van het vastgoedmanagement aan een partij die hiertoe wel is geëquipeerd is te overwegen. De partij die vastgoedkennis toevoegt, zal automatisch ook meer zeggenschap hebben. Kennis is immers macht. Het is daarom van belang om goed na te denken wat vastgoedkennis van buitenaf toevoegt en welke gevolgen dit heeft voor het zeggenschap. Het kan echter een keuze van een ziekenhuis zijn om het

vastgoedmanagement uit handen te geven, zodat de focus kan liggen op het primaire proces. Besparingen die optreden door efficiënter vastgoedmanagement kunnen dan ook ten goede komen aan het primaire proces. De keerzijde is wel dat het verlies van zeggenschap er toe kan leiden dat de aansluiting van het vastgoed op het primaire proces verloren gaat. Ook omdat de andere partij andere belangen kan hebben dan het ziekenhuis.

4.4 Bouwstenen financieringsstrategie en financieringsstructuur

De eigendomsvorm, financieringsvorm, de kapitaalstromen en de mogelijke kapitaalverstrekkers bepalen in belangrijke mate de financieringsstructuur en verdeling van onderliggende zekerheden. In voorgaande paragraaf is duidelijk geworden naast de pikordetheorie ook factoren als zeggenschap en de toegevoegde waarde van (externe) kennis mede bepalend zijn voor de keuzes die gemaakt worden met betrekking tot de financieringsstructuur. In de praktijk hangen al deze factoren sterk met elkaar samen.

Onderstaand volgt een nadere toelichting op eigendomsvorm, financieringsvorm, de kapitaalstromen en de mogelijke kapitaalverstrekkers die gezamenlijk de financieringsstructuur bepalen.

4.4.1. Eigendomsvorm

Met betrekking tot de eigendomsvorm wordt onderscheid gemaakt tussen, koop, huur en lease. Het belangrijkste onderscheid is dat met lease of huur alleen het gebruiksrecht van het gebouw verkregen wordt door de zorgaanbieder, en met koop naast het gebruiksrecht ook het bezit. Er zijn ook tussenvormen mogelijk waarbij de kapitaalverstrekker en het ziekenhuis samen in een rechtsvorm zitten welke het vastgoed bezit. De eigendomsvorm is dan ook een belangrijk uitgangspunt met betrekking tot de financieringsstructuur.

Hoewel voor elk mogelijk object een koop- huur- of leaseovereenkomst af te sluiten valt, is er in de praktijk vooral sprake van huur en lease van courante objecten. Wanneer bij een incourant object gekozen wordt voor huur of lease, dan wordt er in de huurprijs een extra risico-opslag op het 'object specifieke risico' voor de verhuurder verwerkt. Tegenover een groter risico staat dan ook een hoger rendement. In dat geval is de financiële continuïteit van de huurder op lange termijn wel van belang, anders ontstaat een schijnzekerheid.

Wanneer een onderneming een afweging maakt tussen koop, huur of lease, dienen verschillende zaken in overweging te worden genomen. Bijvoorbeeld de keuze tussen het wel of niet op de balans willen hebben van het vastgoed. Bij bezit van vastgoed wordt er kapitaal (vreemd en/of eigen vermogen) geïnvesteerd in een bedrijfsmiddel dat gedurende meerdere jaren gebruikt kan worden. Dit kapitaal zit dan 'vast' in de stenen. De waarde van het bedrijfsmiddel wordt dan als bezitting op de balans gezet (on-balance). Wanneer voor huur of lease gekozen wordt, is er geen sprake van bezit en is de waarde van het bedrijfsmiddel niet als bezitting op de balans opgenomen (off-balance). Indien er sprake is van langjarige verplichtingen, kan dit echter anders liggen. In bepaalde gevallen dienen langjarige huurverplichtingen ook op de balans te worden opgenomen als 'financial lease'.

4.4.2 Kapitaalstromen

Binnen een financieringsconstructie vinden er verschillende kapitaalstromen plaats tussen de kapitaalverstrekker en het ziekenhuis. Kapitaalstromen kunnen bestaan uit rente, dividend of huur van het ziekenhuis naar de kapitaalverstrekker. De vorm wordt mede bepaald door de keuze voor financiering met vreemd vermogen (rente) of eigen vermogen (dividend). De financieringsvorm is dus bepalend voor de vorm waarop de kapitaalstromen plaats vinden. Er kan sprake zijn van directe kapitaalstromen tussen kapitaalverstrekker en het ziekenhuis, maar de geldstromen kunnen ook indirect via een tussenpartij lopen. Zo wordt bij huur een vergoeding betaald aan de eigenaar, die in voorkomende gevallen weer namens kapitaalverstrekkers kan handelen.

4.4.3 Financieringsvorm

Kapitaal kan op verschillende manieren verstrekt worden. Een onderscheid dat reeds ter sprake is gekomen is bijvoorbeeld dat tussen vreemd vermogen en (extern) eigen vermogen. De wijze waarop kapitaal wordt verstrekt is daarmee ook bepalend voor de vergoeding; rente (bij vreemd vermogen) of dividend (bij eigen vermogen). Wanneer het vastgoed niet in eigendom is van het ziekenhuis is de financieringsvorm voor het ziekenhuis minder van belang. Op dat moment is de eigenaar van het vastgoed verantwoordelijk voor het aantrekken van kapitaal. Wanneer er sprake is van een tussenpartij bij indirecte beleggingen bestaat er een financieringsvorm tussen de tussenpartij en de kapitaalverstrekkers. Tot slot is de financieringsvorm ook bepalend voor de positie van de kapitaalverstrekker ten opzichte van andere kapitaalverstrekkers.

4.5 Huidige financieringsstructuur van Ziekenhuizen

In figuur 4.1 is de inleiding van een artikel over de financieringsstructuur van ziekenhuizen dat dateert uit 1959 weergegeven. Het vertelt feitelijk het verhaal van de vormgeving van de financieringsstructuur van ziekenhuizen in Nederland in de decennia na de tweede wereldoorlog. In 2005 was de solvabiliteit ziekenhuizen gemiddeld zo'n 8%. Overheidsregulering heeft een belangrijke rol gespeeld bij het tot stand komen van de financieringsstructuur met een groot aandeel vreemd vermogen.



FINANCIERINGSSTRUCTUUR BIJ ZIEKENHUIZEN

door

Prof. Dr. C. F. SCHEFFER

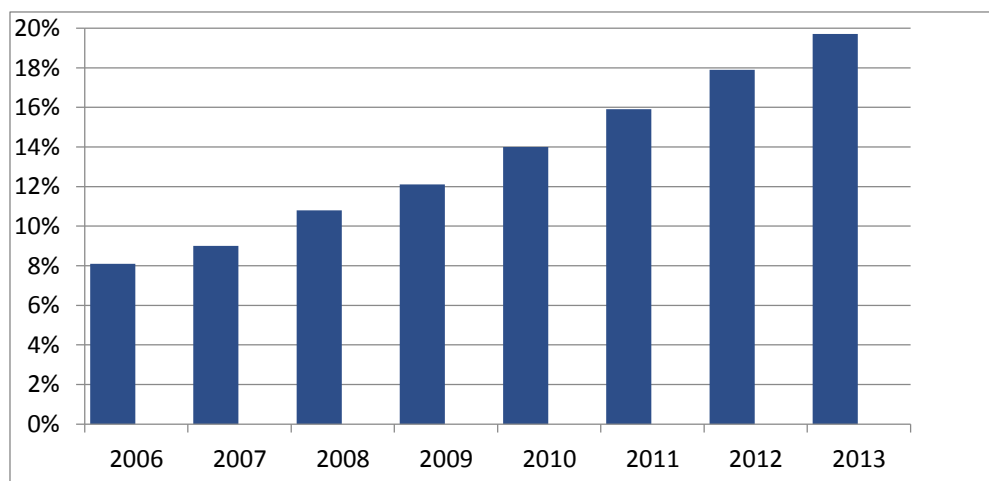
1. Inleiding

Wanneer men de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen in de financieringsstructuur van ziekenhuizen in ogenschouw neemt, dan valt onmiddellijk op, hoe bij deze instellingen het accent is gelegd op de vreemde middelen. Het eigen vermogen vormt in het algemeen slechts een fractie van het totale vermogen, waarmee wordt geopereerd.

Deze situatie kan representatief worden genoemd voor het ziekenhuiswezen. Het relatief geringe bedrag aan eigen vermogen, dat bij het overgrote deel van deze instellingen aanwezig is, wordt gevormd door een uiterst gering stichtingskapitaal, waarnaast in de loop der jaren somtijds een meer of minder respectabel uitbreidings- of vernieuwingsfonds is ontstaan uit batige exploitatiesaldi, dan wel doordat in de kostprijs een factor ter toevoeging aan een dergelijk fonds is opgenomen. (Dit laatste is in verband met overheidsvoorschriften gebruikelijk).

Figuur 4.1, Artikel financieringsstructuur ziekenhuizen uit 1959 (Scheffer, 1959)

Waar de kosten van vreemd vermogen met een dusdanig hoge leverage onder normale omstandigheden zeer hoog zouden zijn, was dit voor ziekenhuizen decennia lang niet het geval. Omdat de overheid garant stond voor de continuïteit van zorgaanbieders, konden financiers er lange tijd op vertrouwen dat eigen vermogen aangevuld zou worden indien hier noodzaak toe was. De overheid bood daarmee feitelijk een substituuut voor eigen vermogen. Hierdoor namen de kosten voor vreemd vermogen nauwelijks toe naarmate de leverage hoger werd. Om die reden is het grote aandeel vreemd vermogen in de financieringsstructuur van ziekenhuizen lange tijd logisch geweest.



Figuur 4.2, Ontwikkeling solvabiliteit ziekenhuizen in % van 2006 – 2013 (CBS/NVZ, 2015)

Pas na 2005, toen de eerste concrete stappen met betrekking tot de introductie van marktwerking in de Nederlandse zorgsector werden aangekondigd, heeft een geleidelijke opbouw van eigen vermogen bij ziekenhuizen plaats gevonden. Als resultaat hiervan hadden ziekenhuizen eind 2013 een gemiddelde solvabiliteit van bijna 20%. Figuur 4.2 laat zien hoe de gemiddelde solvabiliteit van ziekenhuizen zich in de periode van 2006 tot 2013 fors is gestegen. Inmiddels ligt de gemiddelde solvabiliteit boven de 20%.

Deze opbouw van eigen vermogen kwam voor een belangrijk deel tot stand onder druk van de traditionele financiers van vreemd vermogen die het risicoprofiel niet langer in overeenstemming achtten met de omvang van de eigen vermogens. Zij beseften dat het commitment van de overheid om in geval van continuïteitsproblemen bij te springen steeds minder zeker werd. Om die reden werden hogere eigen vermogens als voorwaarde gesteld voor nieuwe financieringen en het beschikbaar stellen van rekening courant faciliteiten. Het grootste deel van de groei van het eigen vermogen is afkomstig uit positieve exploitatieresultaten.

4.6 Resumé

Resumerend kan gesteld worden dat de ontwikkelingen in de financiering van zorgvastgoed goed aansluiten bij de besproken theorieën van Modigliani en Miller. Vanuit het 'oude' zorgstelsel met bijbehorende bekostigingsmethodiek was de kans op faillissementen en dus het niet nakomen van de verplichtingen van zorginstellingen aan de bancaire instellingen (nagenoeg) nihil. Hierdoor werden ook zeer beperkte risicopremies gehanteerd in de kosten van het vreemd vermogen. Daarbij was de financieringsbereidheid bij bancaire instellingen hoog. Om deze reden werd een zo hoog mogelijk aandeel aan vreemd vermogen nagestreefd. Dit was feitelijk een direct gevolg van het overheidsbeleid. Door de hervormingen in de zorgsector en de kredietcrisis blijkt dat echter geen houdbaar financieringsmodel. Zorgaanbieders moeten in tijden van krappe winstmarges hun leverage naar een lager niveau brengen en op zoek naar alternatieve geldgevers.

Volgens de financieringhiërarchie van Myers en Majluf is vreemd vermogen na het aanspreken van eigen reserves het meest voor de hand liggende financieringsinstrument voor nieuwe investeringen. De eigen reserves van ziekenhuizen zijn echter nog steeds relatief beperkt, waardoor reeds een belangrijk deel van de activa met vreemd vermogen is gefinancierd. In sommige gevallen geldt dit ook voor (een gedeelte van) het werkkapitaal. Ziekenhuizen kennen hiermee een financieringsstructuur met een zeer hoge leverage. In samenhang met de toegenomen risico's weegt dit mee in de terughoudendheid van banken om op het oude niveau vreemd vermogen te blijven financieren.

Omdat nagenoeg alle ziekenhuizen juridisch zijn vormgegeven als stichting, is het versterken van het eigen vermogen geen sinecure. Een stichting is eigendom van de 'dode hand' en kent daarom geen verschaffers van extern eigen vermogen. Zorginstellingen hebben dus ook geen aandeelhouders die eigen vermogen verschaffen en daarbij afwegingen maken omtrent rendement en risico. Eigen vermogen kan enkel worden aangevuld door het genereren van rendement of winst. Pas wanneer een andere juridische structuur wordt aangenomen, ontstaan rechtsvormen die de mogelijkheid bieden tot het aantrekken van extern eigen vermogen.

Met het aannemen van een andere rechtsvorm is de financiering echter nog niet binnen. Net zoals bij het aantrekken van vreemd vermogen is een goede financieringsstrategie van belang om tot een houdbare financieringsstructuur te komen. Een goede financieringsstrategie leidt daarbij tot toegankelijkheid tot financiering onder gunstige voorwaarden. Flexibiliteit en tarifiering worden daarbij aangepast aan de mogelijkheden die een organisatie heeft. Om dit te realiseren, is het van belang dat er goede keuzes gemaakt worden ten aanzien van de verhouding tussen de verschillende financieringsbronnen, verschillende geldgevers en variabele voorwaarden zoals looptijden. Verschillende financiersbehoeften kunnen daarbij ook aan verschillende typen financiering gekoppeld worden, middels segmentatie van financieringen. In een optimale situatie leidt de totale financieringsstrategie tot synergie. Van belang is echter het besef dat een financieringsstructuur een puzzel is, waarbij niet elk stukje zomaar naadloos op het andere stukje zal aansluiten.

Hoofdstuk 5 Beoordeling van het risicoprofiel en de zekerheidspositie

5.1 Inleiding

In het voorgaande hoofdstuk zijn verschillende financieringstheorieën besproken. Daarbij zijn vooral afwegingen van de geldvrager aan bod gekomen. Dit hoofdstuk gaat in op de beoordeling van het risicoprofiel en de zekerheidspositie door de verstrekker van de financiering. Het startpunt is daarbij de theorie. Voorts wordt ingegaan op verschillende factoren die samen het risicoprofiel van een lening bepalen. Eerst met betrekking tot vastgoedfinanciering in zijn algemeenheid, daarna volgt een verdere verdieping waarbij de specifieke risico's in samenhang met financiering van zorgvastgoed worden besproken.

Een aantal van deze risico's komen per definitie voor rekening van de financier of het ziekenhuis. Er zijn echter ook risico's waar mee geschoven kan worden. Verschillende alternatieve financieringsvormen bieden daarbij de mogelijkheid om risico's te alloceren. Dit is interessant omdat risico's daarmee belegd kunnen worden bij de partijen die ze het beste kunnen opvangen of managen. Hiermee bieden alternatieve financieringsvormen flexibiliteit en toegevoegde waarde ten opzichte van bancaire financiering. De mogelijkheden om bepaalde risico's te alloceren worden besproken in dit hoofdstuk.

5.2. Financiering met vreemd vermogen

Veel zorgaanbieders beschikken slechts in beperkte mate over eigen vermogen. Dit is een erfenis uit het recente verleden waarin er in samenhang met de beperkte risico's ook geen noodzaak bestond tot een ruime mate van eigen vermogen. Ook speelt mee dat de overheid het niet wenselijk acht dat publieke organisaties een ruime mate van eigen vermogen aanhouden; 'dood geld' wordt vaak 'afgeroomd'. Hieruit volgt de behoefte om vreemd vermogen aan te trekken. Voorts is het ook voor een optimale kapitaalstructuur op grond van de financieringstheorie wenselijk om vreemd vermogen aan te trekken. Met enige leverage kan immers een hoger rendement op het eigen vermogen gerealiseerd worden, waarmee in geval van een gezonde bedrijfsvoering het eigen vermogen geleidelijk uitgebouwd kan worden. Afgezien van de noodzaak geldt dit ook als belangrijk motief om een deel van het benodigde kapitaal voor een (vastgoed)investering te financieren met vreemd vermogen.

Voor het verstrekken van vreemd vermogen ontvangt de vastgoedfinancier een vergoeding in de vorm van rente. Berkhout en Zwart (2013) omschrijven rente als het inkooptarief voor de bank (bijv. Euribor of IRS) vermeerderd met de risicopremie. De hoogte van de risicopremie wordt bepaald door de risico's van de financiering. Om het beschikbaar gestelde vreemd vermogen terug te krijgen is de vastgoedfinancier afhankelijk van de financiële gezondheid van de kredietnemer en het resultaat van de (vastgoed)exploitatie. Om het verlies bij een default te beperken, eisen vastgoedfinanciers zekerheden. Gelden als onderpand voor de lening. Meestal gaat het hier om vestiging van hypotheek op het onderliggende vastgoed of verpanding van andere activa of vorderingen op derden. Hoe beter de kwaliteit van de zekerheden, hoe minder risico de kredietgever loopt op het verlies van zijn inbreng en hoe lager de prijs van het krediet is.

Modigliani (1997) spreekt over de "trade-off" tussen rendement en risico met betrekking tot de afweging die kapitaalverstrekkers maken. Het risico dat beleggers lopen dient daarbij gecompenseerd te worden met een risicopremie (Modigliani, 1997). Zoals reeds toegelicht zijn deze risicopremies voor zorgaanbieders de afgelopen jaren fors toegenomen.

Het vaststellen van risico kan op velerlei manieren. Sommigen hiervan zijn te herleiden uit de theorie, terwijl anderen subjectief zijn en sterk samenhangen met inzicht en perceptie. Door de complexiteit van de Nederlandse zorgsector en moeilijk in te schatten beleidsmatige en politieke risico's geldt dat financiering van ziekenhuizen zeer specifieke kennis vraagt. Doorgaans beschikken potentiële alternatieve financiers niet over deze kennis. Hierdoor zijn zij niet in staat om risico's goed in te prijzen.

5.3 Bepaling risicoprofiel bij vastgoedfinanciering (Berkhout & Zwart)

In de literatuur over factoren die bepalend zijn voor het risicoprofiel bij vastgoedfinanciering wordt vooral ingegaan op de 'harde parameters'.

Het risicoprofiel van een financiering wordt onder andere bepaald door (Berkhout & Zwart, 2013):

- *De kredietwaardigheid van de kredietnemer*
Centraal staat daarbij de vraag in welke mate de kredietnemer in staat zal zijn om aan de rente en aflossingsverplichtingen te voldoen. Daarbij wordt gekeken naar parameters als solvabiliteit, liquiditeit en exploitatieresultaten. Het track record van de kredietnemer is ook van belang;
- *De Loan to Value (LTV)*
De LTV is de pro resto hoofdsom van alle compensabele leningen van de kredietgever aan de kredietnemer, gedeeld door de waarde van alle onderpanden die de kredietnemer ten gunste van de kredietgever heeft ondergezet, uitgedrukt als percentage. Een hogere LTV duidt op een risicoprofiel van de financiering. Bepalend voor de LTV is de mate waarin naast vreemd vermogen eigen vermogen wordt geïnvesteerd en de courantheid van het te financieren object. Bij zorgvastgoed is dit over het algemeen ongunstig omdat de investering veel hoger is dan de marktwaarde.
- *De Debt Service Coverage Ratio (DSCR)*
De DSCR is een weergave van mate waarin de rente en aflossing van de leningen worden gedekt door de netto huurinkomsten. De DSCR wordt berekend door de netto huurinkomsten te delen door de rente- en aflossingsverplichtingen. Een hoge DSCR duidt op een laag risico van financiering.
- *Hypothecaire zekerheden*
Feitelijk het onderpand voor de verstrekte financiering. Het recht van hypotheek kan uitgeoefend worden door executie van het verhypothekerde goed. Naast het recht van hypotheek kunnen door de kredietnemer diverse zekerheden c.q. verklaringen worden afgegeven die het risico voor de financier verlagen, zoals borgstellingen, pari passu-verklaring, achterstellingsverklaring, verpanding van de huurpenningen, positieve en negatieve hypotheekverklaring, etc.. Bij een hoge LTV bieden zekerheden in de praktijk minder toegevoegde waarde voor de financier; de opbrengst bij verkoop zal de opbrengst immers onvoldoende zijn om de schulden af te lossen.
- *Financiële convenanten*
Naast hypothecaire zekerheden vragen financiers voor langlopende verplichtingen aanvullende zekerheden in de vorm van convenanten. Daarmee kan de financier een hogere aflossing verlangen of mogelijk zelfs de lening opeisen bijvoorbeeld indien de waarde van het onderliggende vastgoed te ver daalt (LTV-convenant) of de netto huurinkomsten te ver dalen (ICR-convenant). Bij financiering van zorgvastgoed nemen banken regelmatig stelselwijzigingsclausules op. Wanneer het zorgstelsel dusdanig wijzigt dat er geen vertrouwen meer is in aflossing, kan de lening daarbij in theorie opgeëist worden. Zonder mogelijkheden tot herfinanciering en onvoldoende liquide middelen, staat dit echter synoniem aan een faillissement. In de praktijk zullen dergelijke clausules en convenanten enkel in werking treden als een financier hiermee zijn eigen schade kan beperken. Ondanks de beperkte waarde in de praktijk hebben zorgaanbieders het aantal clausules in contracten met banken de afgelopen jaren fors toe zien nemen.

De onderlinge posities die kredietverstrekkers ten opzichte van elkaar hebben kunnen verschillen. Zo kunnen er verschillen ontstaan in de positie bij de verdeling van zekerheden in geval van een default. De positie van een kredietverstrekker hangt samen met de 'senioriteit' van de verstrekte lening. Daarbij bestaat een onderscheid tussen senior en junior financieringen. De verstrekker van de senior financiering zal, in geval van een default, als eerste worden terugbetaald. Pas daarna volgt terugbetaling aan de verstrekker(s) van de junior lening(en). De junior lening is dus achtergesteld op de senior lening. Door de beperkte courantheid van zorgvastgoed en daarmee samenhangend de ongunstige 'loan to value' geldt dat in geval van een default bij een zorgaanbieder, dat de kredietverstrekkers slecht een klein deel van hun inleg terug zullen zien.

Naast junior en senior financieringen, geldt de zogenaamde mezzanine financiering als derde vorm. Mezzanine financieringen zijn niet afgedekt met een hypothecaire zekerheid en zijn achtergesteld aan de senior en junior financiering. Hierdoor kent de mezzanine financiering een hoog risicoprofiel en dus een hogere risicopremie. Een mezzanine financiering is eigenlijk een tussenvorm tussen eigen extern vermogen en vreemd vermogen, waarbij wel een vaste rentevergoeding geldt.

5.4 Specifieke factoren risicoprofiel bij financiering zorgvastgoed

Voorgaande paragraaf biedt een beknopte theoretische basis ten aanzien van de risicoafwegingen die financiers maken bij de financiering van vastgoed. De literatuur over (vastgoed)financiering biedt daarbij een goede basis. Met betrekking tot de bepaling van het risicoprofiel bij de financiering van zorgvastgoed, geldt een complexere en vooral ook meer dynamischere werkelijkheid. Het bepalen van risico's bij de financiering van zorgvastgoed, vraagt om constant voortschrijdend inzicht bij zowel de zorgaanbieder als de financier. Dat het financieren van zorgvastgoed niet meer zonder risico's is, is reeds in de inleidende hoofdstukken besproken. Onderstaand worden een aantal risico's besproken die specifiek betrekking hebben op vastgoed van ziekenhuizen:

- *Beleidsmatige en politieke risico's*
Hoewel de zorgsector relatief ongevoelig is voor conjuncturele schommelingen, kunnen stelselwijzigingen veel impact hebben op de financiële gezondheid van ziekenhuizen. Deze risico's zijn niet altijd goed te voorspellen. Zeker voor de langere termijn niet.
- *Beperkt commitment zorgverzekeraars*
Investeren in vastgoed leidt tot verplichtingen die vaak decennia lang doorlopen. Daartegenover staat dat ziekenhuizen vaak slechts maar één jaar vooruit gecontracteerd worden door zorgverzekeraars.
- *Leegstandsrisico en combinatie met gebrekkige alternatieve aanwendbaarheid*
Leegstand of onvolledige bezetting van het onroerend goed betekent in samenhang met de nieuwe bekostiging van zorgvastgoed dat er geen dekking meer is voor de kapitaallasten.
- *Snelle functionele veroudering*
Het up to date houden van vastgoed van ziekenhuizen vraagt om doorlopende aanpassingen. Het risico bestaat daarbij dat renovatiekosten hoger uitpakken terwijl de resterende levensduur na renovatie korter is. Innovatie kan tevens leiden tot nieuwe technieken die vraag naar vastgoed bij ziekenhuizen reduceren.
- *Waardeontwikkeling gebouw*
Zorgvastgoed kent een relatief snelle functionele veroudering en kent doorgaans geen restwaarde.
- *Impairmentrisico's*
Voorheen werd voor de waardering van zorgvastgoed de boekwaarde gehanteerd. Daarbij werd uit gegaan van een levensduur van 40 tot 50 jaar. De economische levensduur in de praktijk is vaak korter. Te hoge waarderingen in de jaarrekeningen waren het gevolg. Nu moet uitgegaan worden van de bedrijfswaarde. Uitgangspunten hierbij zijn veelal subjectief en de marktwaarde is vrijwel altijd lager.
- *Veranderende wet- en regelgeving*
Door veranderende eisen van onder andere de Inspectie Gezondheidszorg (IGZ) en de brandweer kunnen onverwachte kosten voor noodzakelijke aanpassingen soms hoog oplopen.
- *Gebrek aan vastgoedkennis*
Veel zorgaanbieders hebben slecht beperkte kennis expertise en ervaring met betrekking tot vastgoed in huis. Gebrek aan kennis van vastgoed vanuit financieel, fiscaal, juridisch en markt oogpunt kan grote (financiële) gevolgen hebben.

5.5 Verdeling van vastgoed- en financieringsrisico's tussen financier en zorgaanbieder

Zoals in de inleiding van dit hoofdstuk wordt vermeld geldt met betrekking tot risico's dat ze niet altijd statisch zijn. Zo bieden alternatieve financieringsvormen de mogelijkheden om bepaalde risico's te alloceren. Onderstaand wordt besproken welke (vastgoed) risico's ongeacht de financieringsvorm op de schouders van het ziekenhuis of de financier rusten, alsmede voor welke risico's bij het vormgeven van een financieringsstructuur verschillende allocatiemogelijkheden bestaan.

5.5.1 Risico's ziekenhuis

Het belangrijkste risico dat ziekenhuizen lopen is het renterisico. Dit risico is tweeledig; het primaire risico voor ziekenhuizen is het nadeel dat zij kunnen ondervinden als gevolg van stijgende financieringslasten bij een rentestijging. Het niet kunnen profiteren van lagere financieringslasten bij een rentedaling wordt beschouwd als het secundaire risico. Door voor lange rentevaste periodes te kiezen heeft een ziekenhuis meer zekerheid voor de lange termijn, maar betaalt een ziekenhuis wel een hogere rente. Daarnaast bestaat het risico dat de rente zakt tijdens de rentevaste periode, waardoor niet geprofiteerd kan worden van de daling. Gezien de historisch lage rentestand is de prijs die banken rekenen voor het overnemen van het renterisico middels een lange rentevaste periode relatief hoog. Dit hangt samen met het feit dat het risico voor banken op

financieringen met lange rentevaste periodes hoog zijn. In de praktijk is het voor zorgaanbieders op dit moment praktisch onmogelijk om bij banken ongeborgde leningen af te sluiten met een looptijd van langer dan 10 jaar (o.a. Deloitte, 2015). Dit hangt echter ook sterk samen met de risico's in de zorgsector zelf. Hierdoor ontstaat ook het herfinancieringsrisico, dat door de hoge LTV ook voor de bank zelf een risico is.

Wanneer zorgaanbieders kiezen voor huur, dan zit het renterisico feitelijk verpakt in het huurcontract. De vaste looptijd en eventuele opzegvoorwaarden van het huurcontract bepalen de omvang van het risico. Een langlopend huurcontract staat in veel gevallen vanuit oogpunt van risico's die samenhangen met de ontwikkeling van de rentes synoniem aan een financiering met een lange rentevaste periode. In bepaalde gevallen kan de ontwikkeling van een huurrisico gekoppeld worden aan de inflatie. Wanneer er een correlatie bestaat tussen de inkomsten van de huurder en de inflatieontwikkelingen, dan kan dit vanuit het perspectief van de verhuurder aantrekkelijk zijn ter afdekking van het inflatierisico. Daarbij geldt dat er doorgaans ook sprake is van een correlatie tussen de hoogte van de inflatie en de rente.

5.5.2 Overdraagbare risico's

Met betrekking tot overdraagbare risico's wordt hier aandacht besteed aan het leegstandsrisico, het exploitatierisico, het eindwaarderisico en het ontwikkelrisico. Afhankelijk van de gekozen financieringsvorm zijn deze risico's overdraagbaar van het ziekenhuis naar andere partijen.

Leegstandsrisico

Van een leegstandsrisico is vooral sprake bij incourante gebouwen. Indien een vastgoedobject (deels) leeg komt te staan, dan treedt er doorgaans een derving van inkomsten op. Dit risico ligt doorgaans bij de eigenaar van een vastgoedobject. In geval van huur ligt het leegstandsrisico gedurende de looptijd bij de hurende partij. In geval van incourant vastgoed is het risico op langdurige inkomstderving groot. Een verhuurder zal daarom altijd een langlopend huurcontract eisen indien hij investeert in incourant vastgoed. Gedurende de loop van een huurcontract ligt het leegstandsrisico bij de huurder, tenzij de huurder failliet gaat. Verhuurders van incourant vastgoed zouden daarom ook goed naar het risicoprofiel van de huurder moeten kijken. In het geval van een ziekenhuis kan aan de hand van de schillenmethode eventueel gekeken worden of kapitaalverstrekkers interesse hebben in de meer courante delen van een ziekenhuis.

Exploitatieisico

Naast de kapitaallasten (rente en afschrijving), dient er ook rekening gehouden te worden met andere kosten die samenhangen met het gebruik van een vastgoedobject. Onderhoud vormt daarbij een van de belangrijkste kostenposten. De eigenaar is meestal verantwoordelijk voor het grote onderhoud, terwijl de gebruiker het kleine onderhoud voor zijn rekening moet nemen. Het is van belang hierover goede afspraken vast te leggen in een demarcatielijst. Vooral omdat groot onderhoud forse kosten met zich mee kan brengen. Vaak is dit vooraf onvoldoende in beeld. Andere exploitatiekosten zijn kosten voor energie. Zeker met de toenemende complexiteit van installaties in een ziekenhuis kunnen hier ook tegenvallers ontstaan, die structureel fors door kunnen werken. Middels DBFMO constructies is het mogelijk om de exploitatierisico's te verleggen van de eigenaar naar bijvoorbeeld de ontwikkelaar. Voor energie worden hiertoe ESCO's (Energy Service Company's) opgericht. Het risico van inefficiënte installaties kan hiermee bij een andere partij worden neergelegd.

Eindwaarderisico

In voorgaande passages passeerden risico's die ontstaan door incourantheid van vastgoed al de revue. Dit is van belang omdat de waarde van het vastgoedobject als onderpand dient voor de financier. Om die reden is de waarde van het vastgoed een belangrijke afweging bij het bepalen van het risico. Waar de zorgaanbieder en diens accountant bij het opstellen van de jaarrekening vooral naar de bedrijfswaarde kijken, kijkt de financier of belegger meer naar de marktwaarde.

Bij veel vastgoedbeleggingen wordt ook gespeculeerd op een waardestijging van het vastgoed. De waardestijging is dan een indirect rendement op de belegging. Bij ziekenhuisvastgoed geldt echter dat doorgaans geen sprake is van een positieve waardeontwikkeling; na afloop van de economische levensduur is de restwaarde van de opstal nul en moet zelfs rekening worden gehouden met de sloopkosten. Om die reden moet er gedurende de exploitatie worden afgeschreven op ziekenhuisvastgoed. Deze afschrijving maakt deel uit van de kosten die een belegger mee moet nemen. Bij het toepassen van sale en lease back constructies kan de eindwaarde ook een factor van betekenis zijn.

Ontwikkelerisico

Bij het realiseren van een nieuw ziekenhuis is er sprake van risico's in de fase van ontwerp tot oplevering. Kostenoverschrijdingen en te late opleveringen zijn risico's die maar al te vaak aan de orde zijn. Deze risico's worden tot de ontwikkelerisico's gerekend. Ze kunnen een ziekenhuis veel geld kosten en worden vaak niet ingecalculleerd of afgedekt. Vervelend is dat een ziekenhuis gedurende het proces van ontwikkeling slechts beperkte mogelijkheden heeft om risico's voor kostenoverschrijdingen en te late opleveringen te sturen. Middels DBFMO constructies is het mogelijk om de exploitatierisico's te verleggen van de eigenaar naar bijvoorbeeld de ontwikkelaar. Dit kan voor de ontwikkelaar ook een extra stimulans zijn om kostenoverschrijdingen te voorkomen.

5.5.3 Risico's kapitaalvertrekker

Naast risico's waaromtrent maatwerk mogelijk is voor wat betreft de verdeling tussen verschillende stakeholders, zijn er ook risico's die evident onderdeel zijn van het risico dat een kapitaalverstrekker loopt.

Default risico

Het risicomanagement van kapitaalverstrekkers is er grotendeels op gericht om enkel financieringen te verstrekken, waarbij de kans op een default beperkt is. De kans op een default wordt onder andere bepaald aan de hand van de solvabiliteit. De eisen die aan het niveau van de solvabiliteit worden gesteld hangen samen met het risicoprofiel; bij meer risicovolle activiteiten worden hogere eisen gesteld aan de solvabiliteit. Om die reden zijn de eisen die door banken en het WFZ aan de solvabiliteit van zorgaanbieders worden gesteld fors naar boven bijgesteld nadat deze steeds meer bloot werden gesteld aan marktwerking. Naast de solvabiliteit wordt ook gekeken naar exploitatieresultaten. Het track record van een geldvrager zegt ook iets over het risico. Het is echter van belang om ook naar de toekomstige perspectieven te kijken. Hiertoe wordt op basis van een breed spectrum aan criteria een inschatting gemaakt van het risicoprofiel. Tegenover een groter risico stelt een kapitaalverstrekker een hogere rendementseis en meer zeggenschap. De hogere rendementseis vertaalt zich daarbij in een hogere risico-opslag. Gezien de sterke afhankelijkheid van overheidsbeleid is het voor kapitaalverstrekkers vaak lastig in te schatten hoe risico's voor ziekenhuizen zich in de toekomst ontwikkelen. Een verschuiving van partijpolitieke verhoudingen na verkiezingen kan bijvoorbeeld grote effecten hebben. Dit systeemrisico is voor kapitaalverstrekkers moeilijk te kwantificeren. Het inkoopbeleid van zorgverzekeraars vormt daarbij een ook factor van steeds grotere betekenis. Zo kan het sluiten van een spoedeisende hulp in samenhang met concentratiebeleid van verzekeraars grote gevolgen hebben voor de doorloop van patiënten naar andere afdelingen van een ziekenhuis.

Incourant vastgoed

Zoals reeds meerdere malen aan bod gekomen in voorgaande pagina's is het vastgoed van ziekenhuizen grotendeels incourant. Verreweg de meeste vierkante meters kennen een slechte alternatieve aanwendbaarheid waardoor een eventuele opbrengst bij verkoop niet in verhouding staat tot de omvang van de investeringskosten. Dit extra risico berekenen financiers en beleggers door in de rente of rendementseis.

5.6 Resumé

Banken die actief zijn met betrekking tot financiering van ziekenhuizen hebben de specifieke risico's doorvertaald in interne policy papers voor de zorg. Daarnaast hanteren banken een ratingmodel waarmee het risicoprofiel van een zorgaanbieder door hun analisten wordt gekwalificeerd (Diepstraten 2015). Ook het WFZ beoordeelt het risicoprofiel van haar deelnemers periodiek.

Risico's voor ziekenhuizen en kapitaalverstrekkers worden beïnvloed door kosten, zeggenschap, en flexibiliteit. Daarbij is sprake van een omgekeerd evenredig verband tussen de omvang van het risico en de kosten; het overdragen of afwentelen van risico's heeft een prijs. Degene die minder risico wil, zal hiervoor moeten betalen. Voor risico en zeggenschap geldt juist dat er sprake is van een evenredig verband; minder risico betekent ook minder zeggenschap. Een partij die risico's voor zijn rekening neemt, zal immers ook willen kunnen sturen op deze risico's. Voor flexibiliteit in relatie tot risico's binnen financieringsstructuren geldt dat flexibiliteit een prijs heeft. Indien er sprake is van incourant van vastgoed, dan zal flexibiliteit een dusdanig hoge prijs hebben, dat deze in de praktijk niet betaalbaar is. Investerings in specifiek vastgoed werken daarmee nog vele decennia door in de exploitatie van een ziekenhuis.

6. Kapitaalverstrekkers en alternatieve financieringsvormen

6.1 Inleiding

Alternatieve financiering is een begrip dat veel verschillende verschijningsvormen kent. Bij de afbakening van dit onderzoek is de keuze gemaakt om een focus aan te brengen door specifiek in te gaan op een aantal alternatieve financieringsinstrumenten. Namelijk financiering middels extern eigen vermogen, obligatieleningen, co-lending, DBFMO, huur van een vastgoedfonds en sale and lease back. Dit hoofdstuk gaat in op de kenmerken van deze alternatieve financieringsinstrumenten. Bij de omschrijving van de alternatieve financieringsvormen wordt gebruik gemaakt van kenmerken die een rol spelen bij de afwegingen die verstrekkers van alternatieve financiering en ziekenhuizen maken. Alvorens in wordt gegaan op de verschillende alternatieve financieringsinstrumenten, volgt eerst een toelichting op de kenmerken van de verschillende kapitaalverstrekkers die een rol kunnen spelen bij alternatieve financiering.

6.2 Kapitaalverstrekkers

De term kapitaalverstrekkers is evenals de termen beleggers, investeerders en financiers een containerbegrip waarbinnen veel verschillende typen en categorieën te onderscheiden zijn. Bewust of onbewust worden ze ook vaak door elkaar gebruikt. Kapitaalverstrekkers zijn de partijen die achter de beleggers, investeerders en financiers zitten. Deze partijen beleggen, investeren en financieren dus doorgaans met andermans geld. Dit kunnen zij op vele manieren doen. Zo kunnen ze er voor kiezen om eigen vermogen beschikbaar te stellen door een aandeel te kopen in een onderneming, maar ook kunnen zij vreemd vermogen beschikbaar stellen. Kapitaalverstrekkers die eigen vermogen inbrengen krijgen in ruil voor hun investering dividend uitgekeerd en kunnen een mogelijk rendement op hun aandeel tegemoet zien, terwijl verstrekkers van vreemd vermogen rente ontvangen. Ook op andere fronten zijn veel varianten mogelijk, zo kan bijvoorbeeld direct of indirect belegd of geïnvesteerd worden. Zonder alle mogelijke opties en varianten hier in detail te behandelen, volgt onderstaand wel een korte toelichting op de verschillende kapitaalverstrekkers, investeerders en financiers die een rol kunnen spelen bij alternatieve financiering van ziekenhuizen.

6.2.1 Private Equity

Private equity is risicodragend vermogen afkomstig van beleggers en wordt gebruikt voor de financiering van niet-beursgenoteerde ondernemingen. De letterlijke betekenis van private equity is privaat vermogen. De term wordt gebruikt wanneer investeerders buiten de aandelenbeurs om financieel in bedrijven participeren. Het gaat hier dus om extern eigenvermogen, waardoor de private equity partij ook aandeelhouder wordt van het ziekenhuis. Doorgaans zal een investeerder zeggenschap eisen, vooral als hij relatief veel eigen vermogen inbrengt. Afhankelijk van de afspraken die gemaakt zijn, kan een private investeerder zijn aandeel ook weer doorverkopen aan een derde partij. Bedrijven maken vooral gebruik van privaat vermogen als ze extra geld nodig hebben tijdens de start- of groeifase, maar ook tijdens een reorganisatie of doorstart. De beleggingshorizon van private equity partijen hangt af van de motieven. Soms zijn deze gericht op een snelle groei, herstructurering of sanering van een onderneming, soms op langjarig commitment en duurzaam rendement. Vaak zijn private equity partijen zelf ook weer gefinancierd met extern eigen vermogen en vreemd vermogen van derden, bijvoorbeeld institutionele beleggers.

6.3.2 Institutionele beleggers

Pensioenfondsen en verzekeraars zijn voorbeelden van institutionele beleggers. Zij beleggen grote sommen geld met het doel om in een later stadium aan hun verplichtingen ('liabilities') aan gepensioneerden polishouders te kunnen voldoen. Een rendement dat meebeweegt met de inflatie is daarom van belang. Institutionele beleggers hebben in absolute zin vaak zeer grote bedragen te beleggen. Zij bezitten onder andere grote pakketten aandelen en obligatieleningen, maar ook participeren zij in vastgoedfondsen of andere fondsen. Institutionele beleggers beleggen dus zowel direct als indirect. Beheerskosten dienen daarbij zo laag mogelijk te blijven. Belegging die veel beheer vragen, vinden doorgaans indirect plaats. Er zijn verschillende uitvoerders die hierbij namens institutionele beleggers beleggen, maar beleggen in een fonds is ook een mogelijkheid om beheer uit te besteden.

6.2.3 Vastgoedbeleggers

Vastgoedbeleggers kunnen direct en indirect beleggen. Zeker indien zij over onvoldoende kennis voor handen beschikken met betrekking tot het verwerven en beheren van vastgoed, dan ligt de laatste optie voor de hand. In dat geval kan er voor gekozen worden om te beleggen via een vastgoedfonds. Vastgoedfondsen beschikken over specialistische kennis over het vastgoed waarin ze beleggen. Vastgoedfondsen kunnen door middel van

leverage bovendien voor een hefboom zorgen, waarmee het rendement (en het risico) voor de aandeelhouder vergroot worden. Institutionele beleggers kunnen daarbij zowel aandeelhouder als financier zijn van een vastgoedfonds. Vastgoedfondsen kunnen echter ook geld van particulieren beleggen.

Doorgaans verlangen vastgoedbelegger zowel een direct als een indirect rendement. Het directe rendement komt daarbij voort uit de huuropbrengst terwijl het indirecte rendement voort moet vloeien uit de waardeontwikkeling van het vastgoed. De huurprijs zal hierbij ook een afspiegeling zijn van het mogelijke risico. De meeste vastgoedbeleggers of -fondsen hebben een voorkeur voor onroerende goederen die tot de traditionele beleggingscategorieën gerekend worden (zoals bijvoorbeeld woningen, kantoren of winkels). Zorgvastgoed hoort hier niet bij, maar biedt wel mogelijkheden tot differentiatie van portefeuilles.

6.2.4 Interne stakeholder

Het voordeel van een constructie waarbij een interne stakeholder een rol speelt bij de financiering is het belang en de betrokkenheid van de stakeholders bij goed functioneren en renderen van het ziekenhuis. Door deze betrokkenheid is er doorgaans ook sprake van een lange beleggingshorizon. Daarbij hebben ze ook relatief goed zicht op het functioneren van het ziekenhuis.

Vooralsnog spelen interne stakeholders nauwelijks een rol bij de financiering van ziekenhuisvastgoed. Stakeholders zullen doorgaans ook niet enkel in het vastgoed van een ziekenhuis willen beleggen, maar gericht zijn op een participatie in het ziekenhuis zelf. Daarbij verstrekken zij eigen vermogen in ruil voor een aandeel in een ziekenhuis. Afgelopen jaar hebben verschillende ziekenhuizen en medisch specialisten de mogelijkheid van participatie door medisch specialisten in het ziekenhuis onderzocht.

De uitwerking van een dergelijk participatiemodel is in de praktijk echter een zeer complexe exercitie gebleken. De complexiteit zit hem daarbij ook in de zeggenschap en governance. Binnen de Medisch Specialistische Bedrijven waarin medisch specialisten zich verenigd hebben zou ook een forse professionaliseringsslag nodig zijn om de bestuurlijke taken en verantwoordelijkheden goed in te kunnen vullen. Een ander vraagstuk dat daarbij ontstaat, is de mate van eenduidigheid in de visie van verschillende participanten; niet elke medisch specialist zal een zelfde strategie voor ogen hebben. Daarbij zal de omvang van de inbreng van specialisten bovendien relatief beperkt zijn. Voor andere stakeholders kan dit anders zijn. Gedacht kan worden aan partijen die een andere positie in de keten innemen; bijvoorbeeld leveranciers of afnemers van het ziekenhuis. Zij kunnen een strategisch belang hebben bij een participatie en bijbehorende zeggenschap in een ziekenhuis.

6.2.5 Vastgoedbouwer

Vastgoedbouwers komen doorgaans enkel in beeld bij DBFMO contracten. Daarbij kan de bouwer (een gedeelte van) de financiering verstrekken voor het vastgoed dat hij zelf bouwt. Vaak maakt de bouwer overigens onderdeel uit van een breder consortium aan financiers, waarbij banken vooralsnog een prominente rol spelen. In ruil voor een rol bij de financiering krijgt de bouwer dan langjarige onderhoudscontracten. Hierdoor is sprake van een lange termijn horizon. Door brede betrokkenheid van de vastgoedbouwer is tussentijds uitstappen nauwelijks een optie. De liquiditeit van de 'belegging' is daarmee laag.

Het risico dat de bouwer daarbij neemt reikt daarbij in veel gevallen verder dan alleen het financieringsrisico. Ook (een deel van) het ontwikkelrisico en het exploitatierisico kunnen bij dergelijke constructies voor rekening van de vastgoedbouwer komen. Deze risico's zal de bouwer echter wel verwerken in zijn prijsstelling. Bovendien is hij voor een lange periode zeker van omzet. Onderaan de streep is dit de 'trade off' die voor beide partijen tot een gunstige uitkomst kan resulteren.

6.3 Alternatieve financieringsvormen

Dit onderzoek beperkt zich tot een zestal alternatieve financieringsvormen, welke in de hierop volgende pagina's meer nauwkeurig omschreven worden. Naast een algemene omschrijving van de constructie, wordt bij de beschrijving ook aandacht besteed aan aspecten die ziekenhuizen en financiers meewegen bij het aantrekken en verstrekken van financiering. Deze aspecten hebben feitelijk betrekking op de kenmerken van de verschillende financieringsvormen, waardoor ze ook zeer bruikbaar zijn bij de omschrijving. De context van deze aspecten in relatie tot (alternatieve) financiering van ziekenhuizen is besproken in de theoretische hoofdstukken van dit onderzoek. In hoofdstuk 8 en 9 waar de perspectieven van de ziekenhuizen en de alternatieve financiers aan besproken worden, zullen ze eveneens een belangrijke leidraad vormen.

Relevante aspecten vanuit het perspectief van de alternatieve financier	Relevante aspecten vanuit het perspectief van het ziekenhuis
Risico/rendement	Kosten
Zeggenschap	Risico
Horizon	Zeggenschap
Liquiditeit	Flexibiliteit
Omvang	Vastgoedkennis

6.3.1 Extern eigen vermogen

Omdat de financiële risico's in de zorg toenemen, ontstaat er bij de verstrekkers van vreemd vermogen meer behoefte aan risicodragend eigen vermogen. Dit kan geleidelijk opgebouwd worden middels positieve exploitatieresultaten, maar extern eigen vermogen kan ook aangetrokken worden door anderen toe te staan een aandeel in het ziekenhuis te kopen. In ruil voor het kapitaal dat zij verstrekken krijgen zij een aandeel in de onderneming, waarmee ze mede eigenaar van het ziekenhuis worden. Door aandelen uit te geven, kan dit aandeel verdeeld worden over een groot aantal aandeelhouders. Voor dit onderzoek ligt de focus op participatie door private equity partijen en medisch specialisten.

Zij ontvangen als verstrekkers van extern eigen vermogen geen vergoeding in de vorm van rente zoals de verstrekkers van vreemd vermogen, maar delen bij een positieve exploitatie in de winst. Daarnaast hebben ze in tegenstelling tot verstrekkers van vreemd vermogen geen positie in de zekerheden. Indien er sprake is van een faillissement staan ze dus achterin de rij bij de verdeling van resterende bezittingen en baten; de verstrekkers van vreemd vermogen hebben dan een betere positie. In paragraaf 4.2.2 kwam de positie van verstrekkers van extern eigen vermogen binnen de financieringshiërarchie reeds ter sprake bij de toelichting op de Pecking order theorie van Myers en Majluf.

Een belangrijk aandachtspunt bij alternatieve financiering middels extern eigen vermogen zijn de gevolgen voor eigendoms- en zeggenschapsverhoudingen. De huidige juridische structuur van ziekenhuizen biedt daarbij geen mogelijkheden voor het verstrekken van aandelen aan derden (een stichting is eigendom van de zogenoemde 'dode hand'). Om die reden is bij een stichting geen winstuitkering mogelijk. Ziekenhuizen zouden dus hun juridische structuur moeten aanpassen om extern eigen vermogen aan te kunnen trekken. Omzetting van de stichting naar een besloten vennootschap (bv) ligt dan het meest voor de hand. Hiervoor is wel toestemming nodig van de verstrekkers van het vreemde vermogen.

Een volgende stap is de rendementsvraag van de aandeelhouders die het extern eigen vermogen verstrekt hebben. Zij zullen een deel van de winst opeisen als rendement. Vooralsnog is uitkering van winst door Nederlandse ziekenhuizen echter niet toegestaan omdat een wetsvoorstel dat hier (onder bepaalde voorwaarden) verandering in zou moeten brengen eind 2014 sneuvelde in de politieke arena van de Eerste Kamer. Tekenend is daarbij dat de naam van het wetsvoorstel gedurende het doorlopen van het wetsvoorstel is gewijzigd van 'Wetsvoorstel Winstuitkering' naar 'Wet vergroten investeringsmogelijkheden in medisch-specialistische zorg' (Eerste Kamer 2014, Kamerstuk 33.168).

Afwegingen kapitaalverstrekkers t.a.v. extern eigen vermogen
<i>Risico/rendement</i> Verschaffers van extern eigen vermogen hebben geen onderpand of zekerheden en staan daarom achteraan bij het verdelen van de boedel indien een onderneming failliet gaat. Over het algemeen mag verondersteld worden dat er bij een faillissement van een ziekenhuis al onvoldoende middelen resteren om de verstrekkers van het vreemd vermogen volledig te compenseren. Daarnaast kan een aandeel verwateren als er in geval van verliezen of liquiditeitstekorten extra geld opgehaald moet worden door uitgifte van nieuwe aandelen. De risico's waaraan verstrekkers van extern eigen vermogen bloot staan, hebben betrekking op de onderneming als geheel en zijn breder dan alleen vastgoedrisico's. Het rendement dat verstrekkers van extern eigen vermogen ontvangen, is afhankelijk van de resultaten die een onderneming behaalt. Bij slechte resultaten ontvangen zij geen of een lager rendement. Hiertegenover staat dat ze in geval van goede resultaten hogere rendementen zullen verlengen dan verstrekkers van extern vermogen. Verstrekkers van extern eigen vermogen hechten dus meer belang aan maximering van resultaten dan verstrekkers van vreemd vermogen.

Zeggenschap en externe disciplining

Voor verschaffers van risicodragend eigen vermogen is het essentieel om zeggenschap te verkrijgen in de onderneming waarvan zij mede eigenaar zijn. Als houder van een meerderheidsbelang zullen private equity partijen zich nadrukkelijk bemoeien met strategische beslissingen van een onderneming. De omvang van de inbreng is daarbij mede bepalend voor de mate van zeggenschap waarop aanspraak gemaakt kan worden. Dit kan conflicteren met de belangen van de verstrekkers van vreemd vermogen.

Beleggingshorizon

De beleggingshorizon kan zeker bij private equity partijen uiteen lopen. Zo zijn sommige private equity partijen uit op 'snel geld' door bedrijven op te kopen, waarna direct een harde sanering of opsplitsing volgt om zo snel waarde te creëren. Andere private equity partijen streven juist naar langjarige en duurzame betrokkenheid met een solide en stabiel rendement. Het wetsvoorstel met betrekking tot uitkering van winst door ziekenhuizen, dat vooralsnog is gestrand in de politieke arena van de Eerste Kamer, bevat een aantal bepalingen die kapitaalverstrekkers met een korte termijn horizon af kan schrikken.

Liquiditeit

Aandelen in grote beursgenoteerde bedrijven zijn zeer liquide. De liquiditeit van aandelen of belangen in ziekenhuizen zal echter veel minder zijn vanwege het beperkte aantal partijen dat overweegt in een ziekenhuis te investeren.

Omvang

De omvang van het extern eigen vermogen dat kapitaalverstrekkers inbrengen kan uiteen lopen. Wanneer het private equity betreft waarbij de kapitaalverstrekker een aanmerkelijk belang nastreeft met veel zeggenschap in het ziekenhuis, dan zullen aanzienlijke bedragen gemoeid zijn met de transactie. Kleinschaligere participatie met extern eigen vermogen is echter ook mogelijk. Daarbij kan gedacht worden aan medisch specialisten die goodwill inbrengen of andere interne stakeholders die minder kapitaalkrachtig zijn.

Bij de waardebepaling zal niet zozeer het vastgoed, maar de verdien capaciteit van het ziekenhuis dan de bepalende factor zijn. De netto contante waarde methode is daarbij een mogelijkheid, maar in de praktijk zullen er veel aspecten zijn waarover discussie mogelijk is. Gebrek aan referentietransacties vergroot daarbij de complexiteit.

Afwegingen ziekenhuizen t.a.v. extern eigen vermogen

Kosten

Omdat verstrekkers van extern eigen vermogen achteraan staan bij de verdeling van opbrengsten in geval van een default eisen zij navenant ook een hoger rendement. Of dit rendement ook behaald kan worden hangt samen met de exploitatieresultaten. Waar een verstrekker van vreemd vermogen wel gewoon rente op zal eisen bij een negatieve exploitatie (ten koste van het eigen vermogen), zien verstrekkers van eigen vermogen bij slechte resultaten af van rendement. Bij goede resultaten verwachten verstrekkers van eigen vermogen echter ook een deel van de winst. De kosten van extern eigen vermogen hangen daarmee sterk samen met het rendement op de exploitatie. Over het algemeen geldt dat de kosten van extern vermogen hoger liggen dan de kosten van bancaire leningen; de kapitaalverstrekkers lopen immers ook een groter risico.

Risico

Bij gebruik van extern eigen vermogen blijven de vastgoedrisico's bij het ziekenhuis, waarbij de verstrekker van het extern eigen vermogen deze risico's ook draagt als aandeelhouder.

Zeggenschap

In samenhang met de risico's die verstrekkers van eigen vermogen lopen, eisen zij afhankelijk van de exacte eigendomsverhoudingen ook het nodige zeggenschap op. Indien er sprake is van een meerderheidsbelang, dan wordt het primaat zelfs uit handen gegeven (niet alleen met betrekking tot vastgoedbeslissingen, maar ook met betrekking tot het ziekenhuis als geheel). Vaak stellen dergelijke partijen een door hen gekozen management aan.

Het is echter ook mogelijk dat verstrekkers van extern eigen vermogen slechts een kleine participatie hebben in een ziekenhuis. In dat geval zal hun zeggenschap veel beperkter zijn. Als mede eigenaar van het ziekenhuis zullen zij echter zondermeer over enige zeggenschap beschikken.

Flexibiliteit

Met betrekking tot vastgoed gelden er bij gebruik van extern eigen vermogen geen beperkingen. De volledige zeggenschap ligt immers bij het ziekenhuis zelf. Indien de verhoudingen m.b.t. zeggenschap niet goed zijn vormgegeven kan dit zoals reeds vermeld grote gevolgen hebben voor de bestuurbaarheid van een ziekenhuis waarmee een bijzonder inflexibel vehikel kan ontstaan. De governance is daarmee wel een aandachtspunt.

Vastgoedkennis

De mate waarin verstrekkers van extern vermogen extra vastgoedkennis aan boord brengen is sterk afhankelijk van de achtergrond van de partij in kwestie. Over het algemeen mag echter aangenomen worden dat het partijen betreft die primair vanuit de zorg opereren, en derhalve weinig gespecialiseerde vastgoedkennis toevoegen. Indien er sprake is van een meerderheidsbelang, dan zal de kapitaalverstrekker de regie pakken en daarbij veel kennis toevoegen in vergelijking met standaard bankfinanciering. De zorgondernemer brengt dan specifieke kennis in. Mogelijk dat dergelijke partijen er wel voor kiezen om externe kennis aan te wenden teneinde de vastgoedkennis te verbeteren.

6.3.2 Obligatieleningen

Obligatieleningen zijn een alternatief voor bancaire leningen. Met een door middel van obligatieleningen verkregen financiering kan een ziekenhuis vastgoed verwerven dat op de eigen balans komt. Omdat obligatieleningen onderverdeeld kunnen worden over een groot aantal verhandelbare schuldbewijzen met relatief lage bedragen kan de lening op deze manier verdeeld worden over vele schuldeisers.

Obligatieleningen zijn in tal van varianten mogelijk. Zaken die kunnen variëren zijn aflossingsbeleid, rentevergoeding en bijzondere voorwaarden. Zo kunnen obligatiehouders een bijzondere positie krijgen bij de verdeling van zekerheden. Bijvoorbeeld door middel van aanvullende zekerheden. In de praktijk is dit lastig, omdat het verstrekken van aanvullende zekerheden aan obligatiehouders tot gevolg heeft dat andere kapitaalverstrekkers hun positie zien verslechteren. Zij zullen hier dan ook niet zomaar de benodigde toestemming voor geven.

Obligatieleningen kunnen echter ook achtergesteld zijn op andere leningen. In dat geval zullen de obligatiehouders zich in geval van een faillissement een achtergestelde positie bevinden, waardoor ze achteraan moeten sluiten bij de verdeling van opbrengsten uit de failliete boedel. Dit zal zich in het algemeen vertalen in een hogere rentevergoeding.

Met betrekking tot de uitgifte van obligaties is vraag en aanbod bepalend voor de mate van succes. Indien de looptijd, rentevergoeding en het aflossingsschema, maar ook de kredietwaardigheid en het risicoprofiel van de uitgevende instantie niet aansluiten op de wensen van potentiële afnemers, dan kan een uitgifte mislukken. Risico's moeten bovendien in te schatten zijn voor de afnemer; deze wil immers een inschatting kunnen maken van de kansen om de hoofdsom aan het einde van de looptijd weer terug te kunnen ontvangen. Voor een objectieve beoordeling van kredietwaardigheid wordt doorgaans gebruik gemaakt van 'rating agencies'. Belangrijke voorbeelden van rating agencies zijn Moody's en Standard & Poor's.

Kredietwaardigheidsbeoordelingen variëren van AAA (Triple A) tot CCC (Triple C). Triple A rating staat daarbij voor een zeer goede kredietwaardigheid, terwijl CCC op een zeer twijfelachtige kredietwaardigheid duidt. Bij een lagere kredietwaardigheid moet logischerwijs rekening worden gehouden met hogere risicopremies. Omdat het verkrijgen van een rating een kostbare aangelegenheid kan zijn, is het alleen zinvol indien de uitgifte van obligatie voorziet in de invulling van een aanzienlijke financieringsbehoefte.

Met betrekking tot obligaties wordt een onderscheid gemaakt tussen private of public placement.

1. Private placement

Een private placement obligatie geeft een onderneming de mogelijkheid een obligatie uit te geven aan uitsluitend institutionele en gekwalificeerde beleggers. Voordeel van deze onderhandse leningen is dat er geen kredietoordeel is vereist van een van de drie 'rating agencies'. Ook is er geen goedkeuring van de toezichthouder vereist om een private placement te noteren en te verhandelen op bijvoorbeeld NYSE Alternext en Euronext. Het geeft daarmee eenvoudig toegang tot een nieuwe bron van financiering. Daarbij biedt het middelgrote en kleine ondernemingen de gelegenheid om de gemiddelde looptijd van hun leningen te verlengen en haar financieringsbronnen te diversifiëren.

Andere belangrijke voordelen zijn dat de transparantievereisten beperkt zijn. De Broker kan rechtstreeks met de beleggers in contact kan treden en de uitgevende instellingen kunnen gebruik maken van minder gestandaardiseerde informatie die beter aansluit op de wensen van de ondernemer (Euronext 2015). Beleggers in dergelijke obligaties zijn vaak partijen die de lening vasthouden tot die wordt afgelost: zogeheten 'buy & hold'-beleggers, met een langetermijnvisie. Liquiditeit is er daardoor amper.

2. Publieke obligatie

Een publieke obligatie uitgifte geeft een onderneming de mogelijkheid een obligatie uit te geven aan institutionele, gekwalificeerde investeerders maar ook particuliere beleggers. Het voordeel van vrij verhandelbare obligaties is dat stakeholders van zorginstellingen (zoals medisch specialisten en particulieren) gemakkelijk zouden kunnen participeren. Als het gaat om een public placement zijn de obligaties genoteerd op een publiek toegankelijke kapitaalmarkt en is een externe credit rating vereist. Dit verhoogt de transactiekosten voor de organisatie die de obligaties uitgeeft.

Afwegingskader kapitaalverstrekkers t.a.v. obligaties

Risico/rendement

Met betrekking tot obligaties geldt dat er een enorme variëteit aan risico en rendement mogelijk is. Allereerst zal de rendementseis samenhangen met de kredietwaardigheid en het risicoprofiel van het ziekenhuis. Verschillende kwantitatieve en kwalitatieve parameters die iets zeggen over het risicoprofiel en de kredietwaardigheid van het ziekenhuis zijn hierop van invloed. Daarnaast wordt ook gekeken naar het risicoprofiel van de lening zelf; deze is onder andere afhankelijk van de senioriteit van de lening. Een achtergestelde lening kent daarbij logischerwijs een hoger risicoprofiel. Indien er wel sprake is van een eventueel onderpand vergroot incurrantheid het risico in geval van een default.

Kort gezegd komt het er op neer dat risico en rendement bij obligatiefinanciering op elkaar afgestemd kunnen worden, waarbij in theorie zo ongeveer elk risico door te vertalen is naar een extra prijsopslag. Een hogere yield weegt daarbij op tegen de hogere risico's. Wel is het van belang dat de markt transparant is en risico's te objectiveren zijn. Alleen dan zijn ze immers in te prijzen.

Zoals omschreven biedt verstrekken van obligatieleningen aan een ziekenhuis interessante mogelijkheden om het risicoprofiel binnen de beleggingsportefeuille te differentiëren.

Zeggenschap en externe disciplineren

Obligatiehouders hebben geen zeggenschap met betrekking tot het vastgoed. Ook in het ziekenhuis zelf beschikken obligatiehouders niet over zeggenschap. Middels contractuele bepalingen kunnen zij wel enkele sturingsmogelijkheden of mogelijkheden tot externe disciplineren vastleggen. Deze kunnen in bepaalde situaties een beperkte mate van zeggenschap opleveren. Over het algemeen treden dergelijke clausules echter pas in werking indien een default dreigt. Indien dit niet het geval is moet er over het algemeen echter van uitgegaan worden dat obligatiehouders op afstand staan.

Horizon

Voor obligatieleningen geldt een gemiddeld tot lange beleggingshorizon. Uit interviews is gebleken dat obligatieleningen met een looptijd van 3 tot 7 jaar het meest in trek zijn bij kapitaalverstrekkers. Langere looptijden zijn echter ook mogelijk. Zeker indien leningen bestemd zijn voor vastgoedinvesteringen, komen looptijden van 10 tot 25 jaar voor. Tijdens de bouw wordt daarbij meestal nog gebruik gemaakt van kortlopende leningen welke na oplevering geconsolideerd worden. Voorafgaand aan de bouw bestaan hier meestal al afspraken over.

Liquiditeit

Publiek geplaatste obligaties zijn over het algemeen behoorlijk liquide, mits de rating zich binnen range van 'investment grade' bevindt. Daaronder neemt de liquiditeit af. Vooralsnog zijn de ervaringen met het raten van ziekenhuizen beperkt. Bovendien behoren ziekenhuisobligaties nog niet tot de categorieën die standaard deel uit maken van beleggingsportefeuilles. Dit zorgt eveneens voor een beperktere liquiditeit; onbekend maakt immers onbemind. Veel beleggers hebben een voorkeur voor obligaties met een track record. Daartegenover staat dat obligaties van ziekenhuizen vanwege de beperktere liquiditeit ten opzichte van veel andere obligaties een liquiditeitsopslag kennen. Dit levert een extra opslag op. Voor verschillende beleggers die de beperktere liquiditeit met het oog op hun eigen 'liabilities' geen bezwaar vinden, is deze opslag juist prettig. Voor 'private placement' obligaties geldt dat 'buy and hold' het credo is; deze obligaties zijn nauwelijks liquide.

Omvang

De omvang van obligatieleningen kan variëren. Zeker bij publieke obligaties geldt dat er vanwege de hoge transactiekosten sprake moet zijn van omvangrijke investeringen om een emissie rendabel te maken. Bij private placements geldt dit in mindere mate. De totale omvang van de leningen kan daarmee uiteen lopen. Omdat de obligatielening is opgedeeld in meerdere coupons kunnen bij publieke obligaties ook kleine investeerders deelnemen. Voor institutionele beleggers geldt dat zij over het algemeen een voorkeur hebben voor een zeer grote omvang.

Afwegingskader ziekenhuizen t.a.v. obligaties

Kosten

De kosten van een obligatielening hangen sterk samen met de kredietwaardigheid en het risicoprofiel van de geldvrager. Het risicoprofiel van de lening zelf is ook van belang. Kosten voor obligatieleningen zullen hoger zijn dan die op bancaire leningen, indien ze zijn achtergesteld aan deze leningen. In bepaalde gevallen betaalt dit zich terug in beter condities bij andere geldgevers.

Tot slot moet nog rekening worden gehouden met de transactiekosten. Zeker bij een publieke obligatielening zijn de kosten van emissie dusdanig dat er sprake is van een ondergrens vanaf waar een emissie zinvol is. Pas bij hogere bedragen is een obligatielening dan pas aantrekkelijk.

Risico

De vastgoedrisico's blijven bij een obligatielening volledig bij het ziekenhuis liggen. Mogelijk dat de kopers van obligatieleningen meer bereid zijn om lange rentevaste perioden aan te gaan, waardoor het renterisico voor een ziekenhuis beperkt kan worden. Dit is afhankelijk van de beleggingshorizon van de kapitaalverstrekkers.

Zeggenschap

Bij gebruik van obligatieleningen houdt het ziekenhuis zowel over de eigen organisatie als over het vastgoed de volledige zeggenschap. Pas indien een defaultsituatie aan de orde is ontstaan voor obligatiehouders beperkte mogelijkheden om bij te sturen.

Flexibiliteit

Bij een obligatielening is meer maatwerk mogelijk dan bij een gewone bancaire lening. De looptijd en de rentevaste periode bepalen uiteindelijk in belangrijke mate de financiële flexibiliteit. Met betrekking tot het vastgoed geldt dat de volledige zeggenschap waarover het ziekenhuis beschikt veel flexibiliteit biedt met betrekking tot functionele aanpassingen. Fluctuaties in kwantitatieve behoefte aan vastgoed zijn in geval van eigendom weer moeilijker op te vangen.

Vastgoedkennis

Financiering middels obligatieleningen voegt geen vastgoedkennis toe waar ziekenhuizen gebruik van kunnen maken. De kapitaalverstrekkers zullen zich in geval van obligatieleningen ook niet bemoeien met het (vastgoed)beleid.

6.3.3 Co-lending

Met efficiënt opererende private placement markt waarbij bijvoorbeeld pensioenfondsen en verzekeraars onderhandse leningen of obligatieleningen verstrekken, ontstaat voor niet-beursgenoteerde bedrijven de mogelijkheid om zonder tussenkomst van de banken financiering te verwerven. Er zijn echter ook tussenvormen mogelijk waarbij in plaats van directe financiering door institutionele beleggers nog een agency-rol is weggelegd voor de bank. De bank vervult daarbij net als bij traditionele bankfinanciering de agency-rol door de lening te arrangeren en te adviseren. Omdat het kapitaal (in ieder geval voor een belangrijk deel) uit andere bronnen afkomstig is, zal de bank de lening echter niet (volledig) onderschrijven. Deze financieringsvorm wordt co-lending genoemd.

Co-lending kan aantrekkelijk zijn voor institutionele investeerders die nog weinig kennis en expertise hebben met financiering in de zorgsector en daardoor niet goed in staat zijn om de risico's van de kredietnemer in te kunnen schatten. Banken beschikken wel over deze kennis en expertise. Zeker indien een bank bereid zou zijn zelf deels risicodragend actief te blijven in een financiering, dan kan dit mogelijk vertrouwen van andere kapitaalverstrekkers wekken. Deze route biedt deze kapitaalverstrekkers bovendien kansen om een voor hen nieuwe en onbekende markt als de zorgsector te verkennen.

Co-lending biedt hiermee mogelijkheden om financieringsplafonds te verhogen. Banken kunnen het ook inzetten om hun leningenportefeuille te verkleinen. Eventueel door bestaande leningen gedurende de looptijd (deels) door te verkopen aan institutionele partijen. De overige dienstverlening die samenhangt met het huisbankierschap kunnen ze dan zelf continueren. Een beperkte risicodragende betrokkenheid van de bank kan daarbij wel tot meer terughoudendheid leiden bij het verstrekken van werkkapitaal in geval van nood. Vanuit dit perspectief is het van belang dat een bank betrokken is (en blijft) bij de risicodragende financiering. Deze betrokkenheid biedt aan institutionele beleggers die de leningen overnemen tevens enige garantie ten aanzien van de kwaliteit van de risicoanalyse van de bank.

Afwegingskader kapitaalverstrekkers t.a.v. co-lending
<i>Risico</i> Mits de senioriteit van de lening die door de alternatieve kapitaalverstrekker gelijk is aan die van de overige financiers van vreemd vermogen, wijkt het risico ten aanzien van de lening niet af. Uitgaande van goede risicoselectie aan de poort kan daarbij uitgegaan worden van een gemiddeld risico. Goede onderpanden in de vorm van courant vastgoed kunnen het risico daarbij wel reduceren. Daar er bij ziekenhuizen nagenoeg altijd sprake is van balansfinanciering geldt de toekomstige continuïteit van het ziekenhuis als belangrijkste factor om verlies te voorkomen. Het belangrijkste risico is hierbij het default risico in combinatie met incourantheid van vastgoed.
<i>Zeggenschap en externe disciplineren</i> Bij co-lending is geen sprake van zeggenschap over het vastgoed of het ziekenhuis zelf. Pas als bepaalde clausules in werking treden, komen banken in de positie om zich actief te bemoeien met het ziekenhuis en het vastgoed. Dit gebeurt dan in de vorm van bijzonder beheer. Voor (institutionele beleggers) die een rol vervullen binnen een co-lending constructie geldt ook dat ze in beginsel geen zeggenschap hebben over het vastgoed of het ziekenhuis zelf. De kapitaalverstrekker bij co-lending kan er voor kiezen om het 'beheer' bij de tussenliggende partij te beleggen, indien hij zelf niet de kennis, expertisen en capaciteit in huis heeft.
<i>Horizon</i> Co-lending wijkt in dit opzicht niet af van obligatieleningen. Voor obligatieleningen geldt een gemiddeld tot lange beleggingshorizon. Uit interviews is gebleken dat obligatieleningen met een looptijd van 3 tot 7 jaar het meest in trek zijn bij kapitaalverstrekkers. Langere looptijden zijn echter ook mogelijk. Zeker indien leningen bestemd zijn voor vastgoedinvesteringen, komen looptijden van 10 tot 25 jaar voor. Tijdens de bouw wordt daarbij meestal nog gebruik gemaakt van kortlopende leningen welke na oplevering geconsolideerd worden. Voorafgaand aan de bouw bestaan hier meestal al afspraken over.
<i>Liquiditeit</i> Co-lending wijkt in dit opzicht niet af van obligatieleningen. Obligaties zijn over het algemeen behoorlijk liquide, mits de rating zich binnen range van 'investment grade' bevindt. Daaronder neemt de liquiditeit af. Vooralsnog is zijn de ervaringen met het raten van ziekenhuizen beperkt. Bovendien behoren ziekenhuisobligaties nog niet tot de categorieën die standaard deel uit maken van beleggingsportefeuilles. Dit zorgt eveneens voor een beperktere liquiditeit; onbekend maakt immers onbemind. Veel beleggers hebben een voorkeur voor obligaties met een track record. Daartegenover staat dat obligaties van ziekenhuizen vanwege de beperktere liquiditeit ten opzichte van veel andere obligaties een liquiditeitsopslag kennen. Dit levert een extra opslag op. Voor verschillende beleggers die de beperktere liquiditeit met het oog op hun eigen 'liabilities' geen bezwaar vinden, is deze opslag juist prettig.
<i>Omvang</i> Institutionele beleggers zijn vooral geïnteresseerd in zeer grote bedragen. Co-lending biedt de mogelijkheid om met de bank als tussenliggende partij verschillende leningen te bundelen tot de gewenste omvang. Dit hoeft dus niet per definitie te betekenen dat dit op zichzelf allemaal omvangrijke financieringen zijn. Wel hebben institutionele beleggers een voorkeur voor 'ronde' bedragen.

Afwegingskader ziekenhuizen t.a.v. co-lending
<i>Kosten</i> Bij co-lending zullen de kosten van de financiering bij institutionele partijen niet veel afwijken van de kosten van het bancaire deel van de lening. Indien de condities afwijken, kan dit uiteraard wel het geval zijn. Indien de alternatieve partij een achtergestelde positie op de zekerheden inneemt, dan zal de prijs die deze partij verlangt bijvoorbeeld hoger liggen. In bepaalde gevallen staat hier tegenover dat de condities van de overige leningen verbeteren.

<i>Risico</i> De vastgoedrisico's blijven bij een in geval van co-lending volledig bij het ziekenhuis liggen. Mogelijk dat bij de alternatieve financiers meer bereid bestaat om lange rentevaste perioden aan te gaan, waardoor het renterisico voor een ziekenhuis beperkt kan worden. De looptijd van de leningen is ook een aandachtspunt met het oog op herfinancieringsrisico's.
<i>Zeggenschap</i> Bij co-lening constructies houdt het ziekenhuis zowel over de eigen organisatie als over het vastgoed de volledige zeggenschap. Pas indien een clauses in werking treden vanwege slechte resultaten en navenant toenemende risico's, dan ontstaat bemoeienis. De bank kan daarbij eventueel vanuit zijn agency rol mede namens de alternatieve financier zeggenschap uitoefenen.
<i>Flexibiliteit</i> Een van de voordelen van co-lending is dat met het toevoegen van een alternatieve financier aan de constructie meer mogelijkheden tot maatwerk ontstaat. De alternatieve financier kan complementair aan de bank een rol vervullen. Met betrekking tot het vastgoed geldt dat de volledige zeggenschap waarover het ziekenhuis beschikt veel functionele flexibiliteit biedt. Daartegenover staan ook de lasten die samenhangen met het eigendom.
<i>Vastgoedkennis</i> Financiering middels co-lending voegt geen vastgoedkennis toe waar ziekenhuizen gebruik van kunnen maken. Zowel de bank als de verstrekker van de aanvullende financiering zullen zich in beginsel ook niet bemoeien met het (vastgoed)beleid.

6.3.4 Design, Build, Finance, Maintain and Operate (DBFMO)

Design, Build, Finance, Maintain and Operate, bij de massa beter bekend als DBFMO. DBFMO is een geïntegreerde contractvorm waarbij afspraken gemaakt worden met (verschillende) private partijen over het ontwerp, de bouw, de financiering, het onderhoud en de exploitatie. Vaak gaat het hierbij om contracten voor de gehele technische levensduur van het vastgoed. Een zorgaanbieder betaalt dat in ruil voor het gebruik een beschikbaarheidsbijdrage aan het consortium van beleggers, bouwers en onderhoudsbedrijven. Bij DBFMO constructies buiten de zorg zijn regelmatig institutionele beleggers betrokken bij de financiering. In tijden waarin de bouwsector een moeilijke periode doormaakt komt het ook regelmatig voor dat de aannemer die de bouw verzorgt tevens een rol als risicodragend financier vervult, die op zijn beurt weer geld ophaalt bij beleggers.

DBFMO constructies zijn in vele varianten mogelijk. De partij die de zorg draagt voor de financiering binnen een DBFMO constructie zal net als elke andere financier kijken naar de kredietwaardigheid en daarbij een afweging maken met betrekking tot risico en rendement. Net als bij andere constructies zullen randvoorwaarden en afwegingen sterk afhangen van het type vastgoed. Voor de partijen die zorg dragen voor het DBFMO deel van de constructie weegt eveneens het rendement zwaar. Een belangrijk deel van de 'winst' zit hem in de efficiencywinst die de DBFMO partijen kunnen behalen. Hiervan vloeit slechts een deel terug naar de opdrachtgever.

Afwegingskader kapitaalverstrekkers t.a.v. DBFMO
<i>Beleggingsrisico</i> Het beleggingsrisico voor de kapitaalverstrekker is bij toepassing van een DBFMO constructie kleiner dan bij een vastgoedfonds. Risico's voor ontwikkeling, onderhoud en exploitatie van het vastgoed worden immers door andere partijen in het consortium over genomen. Het risico kan verder verkleint worden als overige stakeholders uit het DBFMO consortium risicodragend een deel van de financieringsbehoefte invullen. Zeker in geval van incurant vastgoed zal echter een significant defaultrisico resteren.
<i>Zeggenschap</i> Bij toepassing van DBFMO draagt een ziekenhuis het zeggenschap met betrekking tot het vastgoed grotendeels over naar andere partijen. Ook hier geldt dat degene die het risico draagt, over het zeggenschap beschikt. Aangezien het consortium verantwoordelijk is voor onderhoud en exploitatie, hebben desbetreffende partijen dan ook het zeggenschap met betrekking tot deze aspecten. Met betrekking tot de bedrijfsvoering van het ziekenhuis zelf heeft het DBFMO consortium geen zeggenschap.
<i>Beleggingshorizon</i> Afspraken tussen partijen in een DBFMO consortium kennen doorgaans een lange looptijd. Dit geldt voor de partijen die het onderhoud en de exploitatie voor hun rekening nemen, maar ook voor de

kapitaalverstrekker. Door voortijdig uit te stappen wordt de overeenkomst met andere partijen verbroken. Dit kan tot hoge boetes leiden. Beperkte mogelijkheden tot herfinanciering zorgen er ook voor dat uit gegaan moet worden van een beleggingshorizon voor een lange periode.
Liquiditeit De liquiditeit voor de kapitaalverstrekker is laag. Ziekenhuizen vragen op basis van de bekostigingssystematiek waar zij mee te maken hebben om financiering met lange looptijden en lange rentevaste perioden. Omdat herfinanciering lastig is, zal de partij die de financiering invult bij een DBFMO constructie rekening moeten houden met beperkte liquiditeit gedurende de lange looptijd. Wel is er doorgaans vanaf het begin van de exploitatie sprake van lineaire aflossing.
Omvang belegging De omvang van de belegging is afhankelijk van de omvang van het project. Om de complexiteit van de constructie niet verder te vergroten gaat de voorkeur uit naar een beperkt aantal kapitaalverstrekkers die de gehele financieringsbehoefte voor hun rekening nemen. Al met al gaat het daarmee al snel om een middelgrote tot grote omvang van de belegging.

Afwegingskader ziekenhuizen t.a.v. DBFMO
Kosten Bij een DBFMO liggen de kosten hoger dan bij traditionele bankfinanciering. Los van de kosten die doorberekend worden voor de risico's die het financieringsconsortium overneemt van het ziekenhuis, is er ook sprake van extra transactiekosten vanwege de complexiteit van de constructies. De gedachte is dat DBFMO constructies uiteindelijk tot lagere life cycle costs leiden voor ziekenhuizen omdat ontwikkeling en onderhoud door een consortium efficiënter kunnen worden uitgevoerd. Of de gebruiker van het gebouw hier daadwerkelijk profijt van geniet, hangt sterk van de vormgeving van het contract af. Het gevaar bestaat dat lusten en lasten niet eerlijk verdeeld worden tussen verschillende contractpartijen.
Risico Het afsluiten van een ongunstige DBFMO overeenkomst waarbij moeilijk beheersbare en omvangrijke kosten alsnog op de schouders van het ziekenhuis komen te rusten, is een belangrijk risico. Het voor een lange tijd vastleggen van een te hoge vergoeding is een ander risico. Gebrek aan kennis en expertise bij een ziekenhuis vergroten deze risico's. Het uitgangspunt van een correct vormgegeven DBFMO constructie is echter dat het DBFMO consortium juist risico's van het ziekenhuis overneemt. Daarbij komen risico's terecht bij de partij die ze het beste kan beheersen. Per saldo zouden risico's voor een ziekenhuis hiermee gereduceerd moeten worden. Zoals vermeld kan de praktijk echter weerbarstig zijn.
Zeggenschap Omdat het DBFMO de risico's voor de ontwikkeling en onderhoud van het ziekenhuis draagt, beschikt het consortium ook over de nodige zeggenschap hieromtrent. Het consortium dient binnen de gemaakte afspraken met het ziekenhuis te opereren. Wanneer afspraken niet nageleefd worden, kunnen boetebedingen in werking treden. Feit is dat een ziekenhuis bij toepassing van DBFMO constructies de regie in belangrijke mate uit handen geeft. Dit kan impact hebben op de primaire processen. Uitgangspunt is echter dat een DBFMO consortium geen zeggenschap heeft over het ziekenhuis zelf.
Flexibiliteit Omdat DBFMO contracten vaak een lange duur kennen en een ziekenhuis een belangrijk deel van de regie uit handen geeft, resteert er weinig flexibiliteit voor een ziekenhuis. Het feit dat de contracten gebaseerd zijn op 'steady state', beperkt de flexibiliteit daarbij verder.
Vastgoedkennis Het toevoegen van vastgoedkennis is van de belangrijkste motieven voor het aangaan van een DBFMO constructie. De gedachte is dat de vastgoedkennis die de partners toevoegen hen in staat stelt om ontwikkeling, onderhoud en beheer van het vastgoed doelmatig en goed uit te voeren. Het contract moet hiertoe wel de juiste prikkels bieden. Het feit dat de DBFMO partners bij het afsluiten van het contract over meer kennis en expertise beschikken is hierbij tevens een risico voor een ziekenhuis. DBFMO is dus nadrukkelijk geen substituut voor eigen kennis. Integendeel; toepassing vergt kennis van een ziekenhuis.

6.3.5 Vastgoedfondsen

Vastgoedfondsen zijn fondsen die investeren in onroerende goederen en rendement behalen uit huuropbrengsten en waardeontwikkeling (eventueel middels toepassing van sale and lease back constructies). Een vastgoedfonds belegt geld van aandeelhouders of kapitaalverstrekkers die aandelen of obligaties van het fonds gekocht hebben. Als tegenprestatie ontvangen deze aandeelhouders en investeerders dividend of rente. Een hogere leverage kan daarbij tot hogere rendementen leiden, maar levert ook meer risico's op voor de verstrekkers van eigen vermogen.

Het vastgoedfonds is verantwoordelijk voor het beheer van de vastgoedportefeuille namens aandeelhouders of kapitaalverstrekkers. De omvang van portefeuilles van vastgoedfondsen kan daarbij uiteen lopen. Het fonds kan beursgenoteerd zijn zodat het toegankelijk is voor iedereen, maar ook eigendom zijn van private beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars.

Vastgoedfondsen verwerven dus namens andere partijen vastgoed, dat zij verhuren aan gebruikers. Het rendement van een fonds bestaat naast de huurinkomsten uit indirect rendement (waardeontwikkeling). De meeste vastgoedfondsen investeren in traditionele vastgoedbeleggingen zoals kantoren, woningen en commercieel vastgoed. Voorbeelden van vastgoedfondsen die ook in Nederlands zorgvastgoed investeren zijn Syntrus Achmea, Cofinimmo en Amvest.

Afwegingskader Vastgoedfondsen

Risico/rendement

Het beleggingsrisico voor een vastgoedfonds beperkt zich in de eerste instantie tot het vastgoed. Het ontwikkelrisico komt voor rekening van andere partijen; het eigendom wordt vaak pas verworven na oplevering. Vastgoedfondsen nemen nagenoeg altijd exploitatie en onderhoudsrisico's over van het ziekenhuis. Door middel van langjarige contracten kunnen de risico's m.b.t. onderhoud eventueel worden overgedragen aan een andere partij.

Voorts is er het leegstandsrisico, dat bij voorkeur (zeker bij incourant vastgoed) wordt afgedekt middels langlopende huurcontracten. Naarmate het vastgoed meer specifiek en minder courant is vertaalt dit zich in een defaultrisico; een langlopend huurcontract is immers niks waard indien de huurder failliet gaat. De weging van dit risico hangt sterk af van de courantheid van het vastgoed. Indien een vastgoedfonds achter blijft met een incourant object omdat de huurovereenkomst voortijdig beëindigd wordt, dan zal dit tot een fors verlies leiden. Vanuit het perspectief van vastgoedfondsen gelden leegstand in combinatie met incourantheid dan ook als belangrijkste risico's.

Zeggenschap

Omdat het vastgoed eigendom is van het vastgoedfonds en deze de meeste risico draagt met betrekking tot het vastgoed, heeft deze ook het meeste zeggenschap over het vastgoed. Betrokkenheid gedurende de ontwikkelingsfase vergroot deze invloed. Tussentijdse functionele aanpassingen van serieuze omvang zullen doorgaans ook in samenspraak met het vastgoedfonds plaats vinden. In de huurovereenkomst kunnen specifieke aanvullende afspraken gemaakt worden over zeggenschap met betrekking tot tussentijdse functionele aanpassingen. Het vastgoedfonds heeft geen zeggenschap over de bedrijfsvoering van het ziekenhuis zelf.

Horizon

Een vastgoedfonds zelf heeft doorgaans een lange beleggingshorizon omdat het kopen en verkopen van objecten samen gaat met forse transactiekosten. Vastgoedfondsen die in (ziekenhuis)zorgvastgoed beleggen zijn bij voorkeur al in de ontwikkelfase betrokken en hebben doorgaans de intentie om gedurende de volledige (initiële) levensduur van een object eigenaar te blijven. Kapitaalverstrekkers kunnen met een kortere beleggingshorizon indirect beleggen in het vastgoedfonds.

Liquiditeit

Een directe belegging in vastgoed is niet liquide; aan- en verkopen kost tijd. De liquiditeit neemt verder af naarmate het vastgoed specifiek en daardoor minder courant is. Een langjarig huurcontract met een kredietwaardige huurder kan de liquiditeit weer vergroten; de cash flows die hieruit voortkomen, kunnen aantrekkelijk zijn voor andere beleggers. Indien er sprake is van een negatieve waardeontwikkeling vloeit geleidelijk liquiditeit terug naar de belegger omdat de afschrijving in de huurprijs verwerkt is.

Omvang

De omvang van de belegging kan zowel voor het vastgoedfonds als voor de kapitaalverstrekker uiteen lopen. Vastgoedfondsen kijken in de range van middelgrote tot grote beleggingen. Met betrekking tot de ideale omvang van de belegging is de schaal van het vastgoedfonds bepalend met het oog op risicospreiding. Te kleine beleggingen zijn niet aantrekkelijk vanuit het oogpunt van transactie- en beheerskosten.

Er zijn in Nederland nog geen vastgoedfondsen actief die grote transacties met ziekenhuis(zorgvastgoed) kunnen en willen doen. Verder dan enkele tientallen miljoenen reiken de mogelijkheden tot dusver niet. Uit interviews blijkt dat €50 miljoen momenteel als investeringsplafond per object wordt gezien met betrekking tot Nederlands zorgvastgoed. Dit betekent dat vastgoedfondsen in deze fase (nog) niet in staat zijn om een ziekenhuis in zijn geheel in hun beleggingsportefeuille op te nemen. Het feit dat verschillende functies over het algemeen met elkaar verweven zijn binnen een ziekenhuis, maakt het lastig om in delen van ziekenhuizen te investeren. Vastgoedfondsen stellen immers als voorwaarde dat het vastgoed waarin zij investeren fysiek afgescheiden is.

Vastgoedfondsen hebben echter ook een ondergrens voor wat betreft de schaal waarop men wenst te beleggen. Over het algemeen geldt dat kleine en hele grote beleggingen in (ziekenhuis)zorgvastgoed niet tot de focus van vastgoedbeleggingsfondsen behoren. De voorkeur gaat uit naar projecten tussen de €5 miljoen en €50 miljoen. Wellicht dat in de toekomst wel interesse ontstaat voor omvangrijkere projecten.

Achter vastgoedfondsen staan doorgaans kleinere beleggers. Zeker bij publieke vastgoedfondsen kunnen dit beleggers zijn die met enkele duizenden euro's beleggen. Zij hebben echter weinig zeggenschap over het beleggingsbeleid van het vastgoedfonds.

Afwegingskader ziekenhuizen t.a.v. Vastgoedfondsen

Kosten

Vastgoedfondsen zijn op hun beurt ook voor een significant deel gefinancierd met vreemd vermogen, dat als hefboom fungeert teneinde het rendement op het eigen vermogen te verhogen. Op dit vreemd vermogen dient rendement behaald te worden. Vastgoedfondsen kennen hiermee rendementseisen, die hoger liggen dan de kosten van traditionele bankfinanciering. De exacte rendementseis is afhankelijk van het risicoprofiel van de investering. Indien het om de courantere delen van het ziekenhuis gaat, dan kan de risicopremie beperkt blijven. Daarnaast speelt ook de looptijd van het huurcontract een rol bij het bepalen van de rendementseis. Naast die risico's die samenhangen met het verkrijgen van direct rendement op de investering door middel van huurpenningen, neemt het vastgoedfonds ook exploitatierisico's die bij het eigendom horen voor zijn rekening. Ook deze risico's worden doorberekend in de prijs die een ziekenhuis betaald.

Risico

Door vastgoed onder te brengen in een vastgoedfonds, reduceert een ziekenhuis risico's die samenhangen met de onderhoud van het gebouw. Indien het vastgoedfonds ook zorg draagt voor de ontwikkeling van het gebouw, dan zijn ook deze risico's overdraagbaar.

Zeggenschap

Omdat het vastgoedfonds eigenaar is van het vastgoed, beschikt het vastgoedfonds in belangrijke mate ook over het zeggenschap over dit vastgoed. Renovaties en ingrijpende functionele aanpassingen vragen om overleg en toestemming.

Flexibiliteit

De flexibiliteit is afhankelijk van de duur van het huurcontract. Bij incourant vastgoed zullen vastgoedfondsen echter een langjarig huurcontract eisen. Daarmee wijkt de flexibiliteit niet wezenlijk af van een reguliere eigendomssituatie met traditionele bankfinanciering. Voor wat betreft de functionele flexibiliteit geldt dat het beperkte zeggenschap over het vastgoed ook gevolgen heeft voor de flexibiliteit.

Vastgoedkennis

Vastgoedfondsen beschikken over de nodige kennis met betrekking tot vastgoed. Met deze kennis zijn zij in staat om kwalitatief goed vastgoed te ontwikkelen en dat op een doelmatige manier te onderhouden en te exploiteren. Met betrekking tot zeer specifiek (zorg)vastgoed geldt echter dat kennis van zorg(processen) doorgaans van groter belang is.

6.3.6 Sale en leaseback

In geval van sale en leaseback verkoopt een zorgaanbieder zijn vastgoed aan een kapitaalverstrekker. Er zijn op hoofdlijnen een tweetal verschillende vormen van sale en leaseback mogelijk; te noemen financiële sale en leaseback en operationele sale en leaseback:

- Financiële sale and lease back:

Bij financiële sale en leaseback wordt het vastgoed verkocht aan de verhuurder. De verhuurder stelt het vastgoed vervolgens weer ter beschikking aan de huurder. De huurder behoudt hierbij weliswaar het economisch eigendom, maar de verhuurder is juridisch eigenaar van het vastgoed. Nadat de laatste termijn van de lease (huur) overeenkomst is verstreken gaat het eigendom van het vastgoed terug van de verhuurder naar de huurder tegen een vooraf afgesproken bedrag. Gedurende de sale en lease back neemt de huurder de operationele kosten voor haar rekening. Bij financiële sale en leaseback geldt een grote mate van contractsvrijheid.

- Operationele sale en leaseback:

Bij operationele sale en leaseback wordt het vastgoed verkocht aan de verhuurder, die het vastgoed beschikbaar stelt aan de gebruiker (huurder). Hierbij is zowel het juridische eigendom als het economische eigendom van de verhuurder. Ook bij operationele sale en leaseback zijn de operationele kosten voor rekening van de huurder. Evenals bij financiële sale en leaseback geldt ook bij operationele sale en leaseback een ruime mate van contractvrijheid. Banken, vastgoedbeleggers en particuliere investeerders zijn mogelijke kapitaalverstrekkers bij sale en leaseback. Wanneer pensioenfondsen of verzekeraars als kapitaalverstrekker fungeren, dan zal dat indirect zijn.

Sommige vastgoedfondsen werken standaard met sale and lease back constructies in plaats van huurcontracten. Afhankelijk van de wensen van het vastgoedfonds en het ziekenhuis is het mogelijk dat het eigendom van het vastgoed na afloop van de huurperiode terug gaat naar het ziekenhuis. Dit kan bijvoorbeeld tegen een afgesproken prijs, tegen de dan geldende marktwaarde of om het niet. Uiteraard kent elke invulling ook een vertaling naar de prijsstelling. Wanneer de operationele kosten voor rekening komen voor het de huurder, heeft dat als voordeel dat deze ook meer zeggenschap geniet. Daartegenover staat dat het huurcontract bij financial lease wel opgenomen moet worden op de balans.

Financial lease vertoont buiten het verleggen van verantwoordelijkheid voor de operationele kosten (waarmee oog zeggenschap terug vloeit naar de huurder) veel overeenkomsten met reguliere huur. Voor operational lease geldt dat het veel overeenkomsten vertoont met DBFMO.

De reden dat sale and lease back desondanks is meegenomen in dit onderzoek, is de mogelijkheid om bestaand vastgoed in de loop van de exploitatie onderdeel te maken van een (financial) sale and lease back constructie. In theorie kan de opbrengst van de sale ingezet worden voor nieuwe investeringen. Dit is dan ook de context waarbinnen sale and lease back in de hierop volgende hoofdstukken besproken wordt. Zijdelings zullen de andere varianten ook nog ter sprake komen.

Afwegingskader kapitaalverstrekkers t.a.v. sale and lease back
<i>Risico/rendement</i> Het beleggingsrisico is in belangrijke mate afhankelijk van de kredietwaardigheid en het risicoprofiel van het ziekenhuis. Bij een default is de courantheid van het vastgoed nog van belang. Dit kan nog beïnvloed worden door enkel in de courante delen van het vastgoed te investeren. Bij een kredietwaardig ziekenhuis dekt een langjarig contract het risico op leegstand af. Financial lease is minder risicovol dan operational lease. Dit heeft te maken met het feit dat bij operational lease ook de onderhouds- en exploitatiekosten over worden gedragen naar de kapitaalverstrekker. Verder worden de risico's in belangrijke mate bepaald door de inhoud van de overeenkomst. Zo kan het eindwaarderisico bij het ziekenhuis komen te liggen op basis van een terugkoopoptie. Ook de looptijd van de overeenkomst bepaalt mede het risico. Ook met een lange looptijd blijft echter het default risico bestaan. Dit is met name een risico van betekenis indien er sprake is van incourant vastgoed. Een combinatie van beperkte kredietwaardigheid en incourant vastgoed leidt daarmee tot een hoog risicoprofiel (en inherent een hogere rendementseis) indien de markt een goede afweging maakt. Al met al kan gesteld worden dat risico's en navenant rendementen nogal variëren per casus.

Zeggenschap Bij financial lease heeft de kapitaalverstrekker enkel zeggenschap met betrekking grote investeringen of omvangrijke functionele aanpassingen. Over de bedrijfsvoering van het ziekenhuis heeft een belegger bij sale and lease back geen zeggenschap. Bij operational lease kan de zeggenschap van de alternatieve financier over het vastgoed wel veel impact hebben op de bedrijfsvoering. Zeker indien het vastgoed betreft dat tot de kern van het ziekenhuis gerekend wordt.
Horizon De verkoopopbrengst van de sale' van het vastgoed wordt bij een sale en lease back constructie in belangrijke mate bepaald door de hoogte van de huurprijs en de looptijd van het leasecontract, zeker in geval van incourant vastgoed. Over het algemeen is bij sale and lease back dan ook sprake van lange looptijden. Omdat tussentijdse verkoop aan een derde partij uitzonderlijk is, geldt dan ook een lange beleggingshorizon.
Liquiditeit Bij sale and lease back is de liquiditeit beperkt. Pas bij verkoop ontstaat weer liquiditeit. Doorverkoop aan een andere partij is mogelijk, maar ongebruikelijk (zeker bij operational lease). Of verkoop tot de mogelijkheden behoort wordt bovendien bepaald door de courantheid van het vastgoed en de betrouwbaarheid van de cash flows. Het risicoprofiel en de kredietwaardigheid van de huurder zijn hierbij factoren van belang. Over het algemeen is tussentijdse doorverkoop bij sale and lease back constructies echter niet aan de orde. Indien er sprake is van een negatieve waardeontwikkeling is de afschrijving wel in de huurprijs verwerkt. In dat geval vloeit geleidelijk liquiditeit terug.
Omvang De omvang is afhankelijk van de marktwaarde van het vastgoed, de waarde van het contract (looptijd en huurprijs) en de kredietwaardigheid van de huurder. Dit kan uiteen lopen. Over het algemeen vragen sale and lease back constructies echter wel om een zekere omvang, om zo een betekenisvolle opbrengst te genereren en de transactiekosten te dekken.
Afwegingskader ziekenhuizen t.a.v. sale and lease back
Kosten De kosten van sale and lease back zijn hoger dan de kosten van bancaire financiering. Bij financial lease is het van belang er rekening mee te houden dat er ook nog kosten voor onderhoud bij komen. Ook moet rekening gehouden worden met indexatie van kosten gedurende de looptijd. Verder geldt dat een hoge opbrengst bij de 'sale' altijd een sigaar uit eigen doos zal zijn. De kosten en looptijd van de lease back zullen altijd hoger zijn dan de opbrengst van de sale. Verder geldt dat de kredietwaardigheid en het risicoprofiel van de gebruiker een rol spelen; zeker bij minder courant vastgoed.
Risico Zoals vermeld worden bij operational lease veel risico's overgedragen naar de lease maatschappij, en bij financial lease nauwelijks. Afhankelijk van de exacte aard en invulling van de constructie kan dit gaan om onderhoud, exploitatie en eindwaarderisico's. Maatwerk is mogelijk, maar alles heeft een prijs.
Zeggenschap Wie betaald, bepaald. Dat geldt hier ook. Bij financial lease zal een ziekenhuis nog een grote mate van verantwoordelijkheid hebben voor het onderhoud. Dit resulteert in zeggenschap. Bij operational lease liggen veel kosten voor onderhoud bij de lease maatschappij. Dit betekent dat de gebruiker minder zeggenschap heeft.
Flexibiliteit Langlopende lease contracten gaan ten kosten van de flexibiliteit die een ziekenhuis heeft om de vastgoedportefeuille mee te laten ademen met de productie. Een bepaling in het sale en lease back contract dat onderverhuur toestaat kan de flexibiliteit wel enigszins vergroten. Financial lease biedt daarbij meer autonomie om functionele aanpassingen te verrichten dan operational lease.
Vastgoedkennis Over het algemeen beschikken partijen die vastgoed verwerven middels sale and lease back constructies over gedegen vastgoedkennis. Zeker in geval van operationele lease zal een partij kennis aanwenden om het vastgoed zo efficiënt mogelijk te onderhouden en exploiteren. Bij financiële lease is dit in mindere mate aan de orde.

6.4 Resumé

In voorgaande pagina's zijn de alternatieve financieringsvormen die centraal staan in dit onderzoek nader omschreven. Daarbij zijn ook kenmerken besproken, die van belang zijn bij de afwegingen die alternatieve financiers en ziekenhuizen maken. Tot zover is dit onderzoek nog vooral beschrijvend. Hier zijn nog geen conclusies aan te verbinden. Wel vormen de beschrijvingen een fundament voor het daadwerkelijke onderzoek dat in de hierop volgende hoofdstukken volgt.

7 Alternatieve financiering van zorgvastgoed in de praktijk

7.1 Inleiding

Om de hoofdvraag van dit onderzoek te kunnen beantwoorden is het van belang inzicht te hebben in alternatieve financiering in de dagelijkse praktijk. Dit hoofdstuk gaat in op ontwikkelingen in de markt van alternatieve vastgoedfinanciering. De opzet is daarbij van grof naar fijn. Na een korte inleiding over de markt van alternatieve vastgoedfinanciering, wordt specifiek ingegaan op ontwikkelingen met betrekking tot alternatieve financiering van zorgvastgoed. Uiteindelijk wordt daarbij ingezoomd op de daadwerkelijke toepassing van de financieringsinstrumenten die centraal staan binnen dit onderzoek. Praktijkvoorbeelden helpen daarbij om een goed beeld te krijgen van de huidige toepassing van alternatieve financiering van vastgoed bij ziekenhuizen. Marktbewijs is daarbij bovendien het beste bewijs; het gezegde luidt niet voor niets 'the proof of the pudding is in the eating'. Tot slot wordt ingegaan op de Nederlandse markt van zorg(vastgoed) vanuit het perspectief van buitenlandse investeerders.

7.2 De markt van alternatieve vastgoedfinanciering

Alternatieve financiering van vastgoed is in opkomst. Verschillende factoren spelen hierin een rol. Enerzijds zorgt terughoudendheid van banken voor vraag naar alternatieve financiering, anderzijds zorgen de lage rentes er voor dat spaarders en beleggers op zoek gaan naar alternatieven die in ruil voor enig extra risico een hoger rendement opleveren.

Beleggen in vastgoed komt daarbij steeds meer in trek vanwege de sterke cashflows en de mogelijkheden als bescherming tegen inflatie. Daarnaast biedt beleggen in vastgoed mogelijkheden om portfoliorisico's te beperken. Hierdoor wordt het ook steeds meer als een volwassen beleggingscategorie gezien die niet mag ontbreken in de overall beleggingsportefeuille (Hudson-Wilson e.a., 2005). In 2015, zo zal blijken, is deze belofte in Nederland nog maar deels waargemaakt.

Wat hierbij meespeelt, is dat door de dominante rol banken bij de financiering van vastgoed veel kennis en expertise met betrekking tot alternatieve financiering verloren is gegaan. Ook de infrastructuur waarin vraag en aanbod elkaar vinden moet feitelijk opnieuw opgebouwd worden. Zo was het voor de oorlog zeer gebruikelijk om de financiering voor investeringen in maatschappelijk vastgoed op te halen middels obligaties. Zowel aan de vraag als aan de aanbodkant, ligt hier nog een wereld open. Bemiddeling en maatwerk zijn in deze situatie dan ook van cruciaal belang om matches in de praktijk mogelijk te maken. Desondanks wordt buiten de zorgsector reeds in toenemende mate gebruik gemaakt van alternatieve financiering en de verwachting is dat dit de komende jaren alleen maar zal toenemen. Onder andere de markt voor private placements in Europa is in ontwikkeling (Deloitte 2015). Daarnaast komt zorgvastgoed steeds nadrukkelijker in beeld bij vastgoedfondsen en ontstaan er mogelijkheden voor private partijen om te participeren in ziekenhuizen.

7.3 Zorgvastgoed als volwassen beleggingscategorie in het buitenland

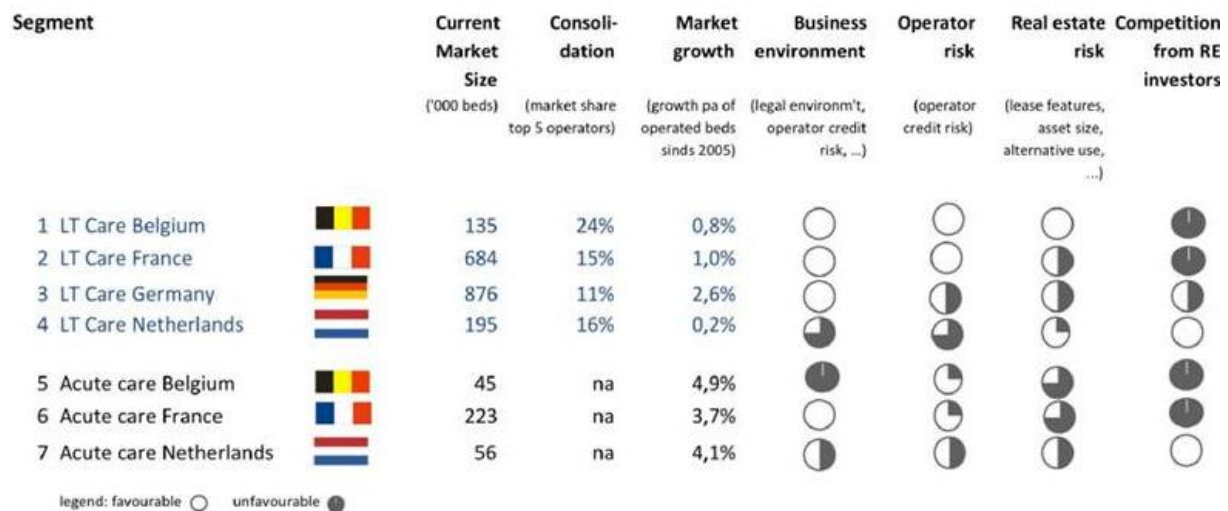
In de Verenigde Staten geldt zorgvastgoed reeds als een volwassen beleggingscategorie. Drie van de tien grootste beursgenoteerde Amerikaanse vastgoedfondsen (REIT's) zijn gespecialiseerd in zorgvastgoed. In het artikel '10 REITs with the best tracks records for high dividend yields' (van Doorn, 2015) over Real Estate Investment Trusts komen in de top 10 best renderende REIT's uit de S&P 1500 een drietal vastgoedfondsen voor, welke gerelateerd zijn aan zorgvastgoed. Op 2 staat het 'Senior Housing Properties Trust', op 3 het 'Hospitality Properties Trust' en op 5 het 'Medical Properties Trust Inc.'.

Ook in Europa is zorgvastgoed een beleggingscategorie in opkomst. Met een fonds dat voor meer dan €1,3 miljard aan zorgvastgoed in bezit heeft, is Cofinimmo een van de grootste Europese spelers als het gaat om fondsen met zorgvastgoed. Vooralsnog zijn ze vooral actief in hun Belgische thuismarkt (63,5%) en Frankrijk (29,6 procent). Nederlands (6 procent) en Duits (0,9 procent) zorgvastgoed vormen vooralsnog een relatief klein deel van de zorgvastgoedportefeuille. De zorgportefeuille telt 134 gebouwen en 13.443 bedden ter waarde van 1,289 miljard euro (stand 31 december 2014). Het betreft woonzorgcentra, revalidatiecentra, psychiatrische instellingen, acute zorgklinieken en consultatiegebouwen (Vastgoedmarkt, 2015).

Voorbeelden van andere vastgoedfondsen die actief zijn in de Europese zorgmarkt zijn Franse Icade, het Britse Octopus, het Duitse Immac en het Nederlandse Syntrus Achmea. Deze vastgoedfondsen zijn voor wat betreft zorgvastgoed echter vooral binnen de eigen landsgrenzen actief. Vergeleken met Amerika, waar zorgvastgoed

al tientallen jaren als een volkomen volwaardige beleggingscategorie geldt, heeft Europa nog een inhaalslag te maken.

De Nederlandse markt wordt daarbij door buitenlandse partijen gezien als een complexe markt met relatief veel risico. Figuur 7.1 biedt een vergelijking van de marktomstandigheden voor zorgvastgoed in verschillende West-Europese landen. Wat daarbij opvalt, is dat de Nederlandse markt voor zorgvastgoed zich kenmerkt door ongunstige omstandigheden m.b.t. 'business environment' en 'operator risk'. Hierdoor is er volgens de analyse van Cofinimmo weinig concurrentie van andere vastgoedbeleggers, waardoor mogelijk kansen ontstaan (ook vanuit het oogpunt van diversificatie van de portefeuille). Echter niet zonder goede afweging van specifieke risico's (en dat blijkt in de praktijk lastig voor beleggers als het gaat om de Nederlandse markt). Hieromtrent bestaat een scherp contrast tussen de Nederlandse en Frans-Belgische marktomstandigheden.



Figuur 7.1, Marktomstandigheden voor zorgvastgoed in verschillende West-Europese landen (Cofinimmo, 2015).

7.4 De opkomst van zorgvastgoed als nieuwe beleggingscategorie voor vastgoedfondsen

Nederlands zorgvastgoed is voor beleggers in binnen- en buitenland nog een relatief onbekende beleggingscategorie. Om verschillende redenen is het echter wel een categorie die wat toe zou kunnen voegen aan het bestaande spectrum. Zo biedt zorgvastgoed de mogelijkheid tot differentiatie. Daarnaast is zorgvastgoed relatief ongevoelig voor economische cycli. Nederlands zorgvastgoed is dan ook wel een beleggingscategorie in opkomst. Bovendien geldt de zorg als groeisector met de vergrijzing in aantocht.

In Nederland werd in 2013 voor 120 miljoen euro belegd in zorgvastgoed (DTZ Zadelhoff 2014). Hoewel dit slechts 2 procent bedraagt van het totale investeringsvolume in vastgoed, is er sprake van een opmars van zorgvastgoed als beleggingscategorie. DTZ Zadelhoff spreekt de verwachting uit dat de vraag naar beleggingen in zorgvastgoed het aanbod de komende jaren overstijgt. Op basis van onderzoek onder beleggers door de afdeling Healthcare van DTZ Zadelhoff blijkt dat het verwachte investeringsvolume in zorgvastgoed in 2017 op 825 miljoen euro uitkomt (zie ook figuur 7.2). Een belangrijke voorwaarde voor dit scenario is dat het aanbod vanuit de zorgsector beter aansluit bij de vraag van institutionele beleggers.



Figuur 7.2, Prognose ontwikkeling investeringsvolume in Nederlandse zorgvastgoedbeleggingen (DTZ Zadelhoff 2014)

Slechts een beperkte groep beleggers heeft de interesse in zorgvastgoed al geconcretiseerd. De huidige dynamiek op de zorgvastgoedmarkt wordt vooral veroorzaakt door relatief kleine transacties. Van een volwaardige beleggingscategorie is in Nederland nu dan ook nog geen sprake. Veel vastgoed is in handen van de zorginstelling zelf of staat op de balans van corporaties. In de ons omringende landen is de scheiding tussen exploitatie en eigendom van vastgoed al veel langer doorgevoerd. Daar is zorgvastgoed uitgroeit tot een volwaardige beleggingscategorie. Doordat veel beleggers niet bekend zijn met de sectorspecifieke kenmerken, het verschil tussen care en cure en het vaak specifieke vastgoed, wordt investeren in zorgvastgoed als een groter risico gezien dan investeren in andere vastgoedsegmenten.

Beleggers die al wel in zorgvastgoed investeren, beschouwen dit juist als een stabiele belegging die zorgt voor diversificatie van hun vastgoedportefeuilles. De partijen die al actief zijn op de beleggingsmarkt van zorgvastgoed zijn enkele grotere Nederlandse institutionele beleggers en fondsen die de markt actief benaderen en kennis hebben van het exploiteren van zorg. Wat verder opvalt, is dat er een groeiende interesse is van buitenlandse investeerders. Zadelhoff verwacht dat buitenlandse investeerders tot 2018 goed zijn voor 30% van het totaal in zorgvastgoed geïnvesteerde volume.

Bovengenoemde ontwikkeling heeft nagenoeg geheel betrekking op residentiële zorgvastgoed met dat veel kenmerken van reguliere woningen heeft en dus een goede alternatieve aanwendbaarheid kent. Intramuraal zorgvastgoed voor doelgroepen met een zware zorgvraag en ziekenhuisvastgoed zijn vanuit dit perspectief minder aantrekkelijk vanwege de slechte alternatieve aanwendbaarheid en daardoor beperktere courantheid.

Een voorbeeld van een Vastgoedfonds dat vanuit het oogpunt van diversificatie voor de opbouw van een zorgvastgoedportefeuille kiest is het Belgische beursgenoteerde vastgoedfonds Cofinimmo. De afgelopen tien jaar heeft Cofinimmo de focus die voorheen nog volledig op kantoren lag geleidelijk verlegd. Aanleiding voor de diversificatiestrategie was de toenemende leegstand in de kantorenportefeuille. Het fonds zag in de eerste instantie vooral kansen in de sterk versnipperde binnenlandse zorgmarkt. Inmiddels is ook in Frankrijk een significante portefeuille aan zorgvastgoed opgebouwd. In Nederland is Cofinimmo sinds 2012 actief. Vorig jaar werd ook de eerste Duitse acquisitie verricht, een revalidatiekliniek in Baden-Baden.

Inmiddels bestaat zo'n 41 procent van de totale portefeuille van Cofinimmo uit zorgvastgoed. Nieuwe investeringen moeten dit aandeel vergroten naar 47 procent in 2017. Het aandeel van de kantorenportefeuille wordt in die periode verder afgebouwd van 41 procent tot 36 procent. Cofinimmo voert tevens een actief vernieuwingsbeleid uit waarbij oude (leegstaande) kantoorgebouwen worden omgevormd tot appartementen of woonzorgcentra. In een artikel in Vastgoedmarkt (2015) spreekt de CEO van Cofinimmo de verwachting uit dat zorgvastgoed ook na 2017 tot de focus zal blijven behoren.

De sterke voorkeur van Cofinimmo voor zorgvastgoed wordt ook gedreven goede resultaten op de tot dusver opgebouwde zorgportefeuille. De zorgportefeuille kent een positieve waardeontwikkeling met een bezettingsgraad van 99 procent en een gemiddelde resterende looptijd van de huurcontracten van 16,3 jaar (Vastgoedmarkt 2015)

Ook in Nederland timmert Cofinimmo inmiddels aan de weg. Na een paar kleine acquisities in 2012 verwierf Cofinimmo eind 2014 middels een overname een portefeuille van dertien objecten verspreid over het land. Met deze investering van 71,9 miljoen euro kwam de Nederlandse vastgoedportefeuille van Cofinimmo uit op in totaal 90 miljoen euro. De aankoop betrof acht operationele centra en vijf ontwikkelingsprojecten. Verkopende partij Green Real Estate maakt onderdeel uit van het familiebedrijf Zeeman. De gebouwen zijn verhuurd voor gemiddeld vijftien jaar aan elf verschillende private en non profit zorginstellingen. Deze zijn gespecialiseerd in geriatrie, psychiatrie en gehandicaptenzorg. Tot de huurders in Nederland behoren onder andere Bergman Clinics, Domus Magnus, European Care Residences, het Leger des Heils, Philadelphia en een aantal lokaal opererende zorgstichtingen.

Vooralsnog is Cofinimmo binnen Europa een van de weinige vastgoedfondsen dat in verschillende landen opereert in de zorgmarkt. Daarbij richt het zich op zowel de cure als de care. Belangrijke drijfveren voor Cofinimmo om voor de complexe zorgmarkt te gaan zijn risicospreiding door middel van geografische en sectorale diversificatie. De keuze voor meerdere landen biedt daarbij enige bescherming tegen stelselrisico's die sterk samenhangen met het overheidsbeleid.

De hierboven omschreven ontwikkelingen hebben volledig betrekking op off balance financiering van zorgvastgoed vastgoed. In de hierop volgende paragraaf zal blijken dat financieringsinstrumenten op basis van on balance financiering nog nauwelijks in beeld is bij alternatieve kapitaalverstrekkers. Zonder borging door het WFZ zijn er buiten de bekende Nederlandse banken nog nauwelijks partijen die ongeborgde financiering verstrekken.

7.5 Toepassing alternatieve financieringsinstrumenten zorgvastgoed in de praktijk

In Nederland zijn er zowel binnen als buiten de zorgsector een aantal voorbeelden van alternatieve financiering van maatschappelijk vastgoed. In veel gevallen gaat het dan om courant vastgoed dat functioneel eerder kenmerken heeft van woningen, kantoren of commercieel vastgoed. In de meeste Nederlandse voorbeelden gaat het huisvesting voor ouderen (veelal in het hogere segment). Door de beperkte omvang van deze projecten en de goede aansluiting op de reguliere woningmarkt is de drempel voor alternatieve financiers of beleggers hier het laagste. Zeker in regio's met een gespannen woningmarkt lijkt er animo te bestaan onder alternatieve financiers en beleggers om deel te nemen in dergelijke projecten.

7.5.1 Extern eigen vermogen

In de praktijk maken ziekenhuizen in Nederland tot dusver pas gebruik van extern eigen vermogen in de vorm van private equity indien dit noodzakelijk is om te overleven. Anderzijds stappen investeerders pas in algemene ziekenhuizen nadat er is gesaneerd op kosten van de overheid of bestaande financiers. De IJsselmeerziekenhuizen en het Rode Kruis ziekenhuis zijn hier voorbeelden van.

Daarnaast kent Nederland verschillende Zelfstandige Behandel Centra (ZBC's). Bergman Clinics is hier een voorbeeld van. Hoewel de ZBC's buiten de scope van dit onderzoek vallen, kunnen ze wel als interessant voorbeeld gelden omdat ze door private partijen zijn opgericht.

Met betrekking tot participatie van medisch specialisten zijn er op dit moment nog geen ziekenhuizen die hier in de praktijk invulling aan hebben gegeven.

7.5.2 Obligatieleningen

Verschillende ziekenhuizen hebben een eerste verkenning uitgevoerd voor het aantrekken van vreemd vermogen door middel van uitgifte van obligaties. Dergelijke verkenningen beginnen vaak met het aanvragen van een rating. Indien het kredietwaardigheidsoordeel dat uit de rating voortkomt dusdanig is dat het mogelijkheden biedt om onder goede condities vreemd vermogen aan te trekken, dan volgt vaak een eerste proefplaatsing om na te gaan of de beoogde 'pricing' aansluit op de vraag vanuit de markt.

Deloitte heeft in 2014 in opdracht van een ziekenhuis de interesse voor alternatieve financiering voor Nederlandse ziekenhuizen geïnventariseerd bij institutionele beleggers en buitenlandse banken. Hieruit is gebleken dat de afhankelijkheid van het overheidsbeleid en onzekerheden in wet- en regelgeving belangrijke redenen zijn dat partijen (nog) niet actief zijn in de zorg.

Uit het onderzoek is ook gebleken dat pensioenfondsen de voorkeur hebben voor inflation linked financiering. Deze financieringsvorm is in de zorg moeilijk toe te passen aangezien het inflatierisico daarmee bij de zorginstellingen komt te liggen. Dit risico kunnen zij niet beheersen, aangezien de prijsontwikkeling van de tarieven die met zorgverzekeraars wordt afgesproken kunnen afwijken van de inflatie. Veel institutionele beleggers zijn terughoudend in de zorgsector vanwege onzekerheden in wet- en regelgeving. Hierdoor wordt lange termijn financiering bemoeilijkt. Investeerders vinden het verdienmodel van ziekenhuizen moeilijk in te schatten, zeker op lange termijn. Het feit dat accountants in het voorjaar van 2014 de jaarrekeningen 2013 niet konden goedkeuren draagt hier niet aan bij. Investeerders vragen enige mate van zekerheid over de omzet en bescherming tegen nadelige effecten in de wet- en regelgeving.

Een veel gestelde vraag is of de overheid bijspringt wanneer de omzet van een zorginstelling afneemt als gevolg van veranderingen in wet- en regelgeving. Zo niet, dan wordt vaak gevraagd of de overheid garant staat voor de financiering. Met name bij de algemene en topklinische ziekenhuizen is teveel onzekerheid ten aanzien van volume (aantal patiënten, type contract en type behandelingen) en prijs (onderhandelingen met zorgverzekeraars).

Om actief te zijn in de zorgsector, vinden sommige investeerders dat sector kennis en een analistenteam nodig zijn om de zorgsector te volgen en het default risico te kunnen inschatten van zorginstellingen. Voor buitenlandse investeerders geldt dit nog meer. Dit is de reden dat ze vaak willen samenwerken met een Nederlandse financier en niet het grootste ticket van de financiering nemen. Het risico bij academische ziekenhuizen wordt door investeerders lager ingeschat, vanwege de specifieke bekostigingssystematiek en het feit dat deze worden beschouwd als overheidslichamen.

Voorbeelden van publieke ziekenhuizen die daadwerkelijk obligaties hebben uitgegeven zijn er vooralsnog niet. De DC Groep van Loek Winter heeft wel al een dergelijke stap gezet. De DC Groep heeft middels obligatie-uitgifte tegen een couponrente van 6,25% vreemd vermogen aangetrokken om toekomstige groei te kunnen financieren (Zorgvisie, 2010).

Buiten de ziekenhuissector timmeren vooral aanbieders van ouderenzorg aan de weg voor wat betreft uitgifte van obligaties. Een aantal aanbieders van ouderenzorg is in 2014 gestart met een traject dat uiteindelijk moet resulteren in het vormgeven van een zorgobligatie. In de eerste instantie willen een aantal 'koplopers' zo'n €150 miljoen ophalen, maar het is de bedoeling dat het concept in de toekomst op grotere schaal toepasbaar is. Op deze manier moet voor zorgaanbieders met een financieringsbehoefte een alternatief ontstaan buiten het loket van de bank (ActiZ, 2015)

7.5.3 Co-lending

Ziekenhuizen ontkomen er bij omvangrijke investeringsprojecten niet aan om zaken te doen met consortia van financiers. Deze consortia bestaan echter hoofdzakelijk uit Nederlandse banken. Buitenlandse investeerders of beleggers spelen hierin vooralsnog nauwelijks een rol. Een bank noemt tijdens een van de interviews een casus waarbij een leverancier van medische apparatuur bereid is om ook een significant deel van de financiering voor het vastgoed te verstrekken. De casus in kwestie is echter nog niet volledig rond, waarmee het nog niet als praktijkvoorbeeld vermeld kan worden. Wel stellen banken in dialoog te zijn met verschillende institutionele beleggers over participatie in financieringsconsortia voor het financieren van ziekenhuizen.

Tegelijkertijd wordt door verschillende banken ook nagedacht over het securitiseren en cederen van eerder verstrekte ongeborgde leningen. Verschillende banken vinden het met het oog op de implementatie van Basel III niet erg om een deel van hun leningenportefeuille ter beschikking te stellen. Wat ook mee zou spelen, is de cumulatie van exposures die bij verschillende banken is ontstaan als gevolg van fusies bij ziekenhuizen. Hierdoor wordt de maximaal beoogde blootstelling bij sommige posten overschreden. Securitatie en cessie zouden dan ruimte vrij spelen voor toekomstige financiering. Bijkomend voordeel voor banken is dat ze met institutionele beleggers niet hoeven te concurreren om het lucratieve huisbankierschap.

Voor zover bekend is bovenstaand omschreven ontwikkeling nog geen praktijk. Het is de vraag of institutionele beleggers toehappen; los van het feit dat risico's zonder grondige kennis van het zorgstelsel moeilijk in te schatten zijn, hebben zij te maken met de gevolgen van Solvency II.

7.5.4 DBFMO

In 2008 kondigde de overheid aan toepassing van DBFMO constructies bij publieke organisaties te gaan stimuleren. Met betrekking tot de zorg golden er met het oog op de afschaffing van het bouwregime in die periode hoge verwachtingen ten aanzien van PPS. DBFMO zou daarbij in theorie een aantrekkelijke wijze van realisatie van een investering kunnen zijn, door de ingebouwde aandacht voor efficiëntie van een gebouw ten dienste van het primaire proces: de dienstverlening. Het Centrum Zorg & Bouw, onderdeel van TNO, onderzocht in dat kader de toepasbaarheid van DBFMO bij Nederlandse ziekenhuizen. Daarbij werd geconcludeerd dat de tijd rijp was voor de toepassing van geïntegreerde contracten bij de ontwikkeling van zorgvastgoed (TNO, 2010).

In 2011 kondigde het Rijk aan de stimulering DBFM(O) in de zorg te staken vanwege het uitblijven van successen. Ondanks inspanningen was er geen enkele instelling naar voren getreden met de intentie om een investering via een DBM(O)-contract te realiseren. Daarom heeft het kabinet besloten om de Publiek-Private-Samenwerking (PPS) op het gebied van zorghuisvestiging voorlopig niet meer actief te stimuleren (Rijksoverheid, 2011).

Als reden voor het uitblijven van DBFMO constructies bij ziekenhuizen wordt de complexiteit van de zorgsector genoemd. Daarbij wordt de bouw van een tweede Coentunnel onder PPS als minder complex beschouwd dan de bouw van een ziekenhuis. Vooral de complexiteit met patiënten en veel personeel maken de onderhoud- en exploitatiefase ingewikkeld (Cobouw, 2013). Als persoonlijke noot is daar aan toe te voegen dat DBFMO constructies ook de nodige risico's met zich meebrengen. Los van het verlies van zeggenschap geldt daarbij dat een significant deel van de te behalen efficiencywinsten weglekt naar de partners in de DBFMO constructie. Gebrekkige kennis en expertise aan de kant van een ziekenhuis vormen daarbij zelfs een groot risico. Verkeerd vormgegeven contracten kunnen jarenlang als de spreekwoordelijke molensteen om de nek hangen.

Inmiddels zijn wel verschillende DBMO constructies toegepast bij ziekenhuizen. Financiering is hier echter geen onderdeel van. Bovendien zijn de aantallen beperkt. Bij de toegepaste constructies worden vooral de ontwikkeling, het onderhoud en exploitatie (onderhoud van o.a. installaties) van ziekenhuizen uit handen gegeven.

Een voorbeeld is het Zaans Medisch Centrum (ZMC) dat na de ontwikkeling van een nieuw ziekenhuis het onderhoud voor een periode van 25 jaar uit handen geeft aan het zelfde consortium dat ook verantwoordelijk is geweest voor de ontwikkeling en de bouw. Met het onderhoud is voor de gehele periode van 25 jaar zo'n €150 miljoen gemoeid (versus €90 miljoen voor ontwerp en bouw). De financiering wordt buiten het consortium om verstrekt door de Rabobank en de BNG. In een haalbaarheidsstudie heeft het ZMC wel nog gekeken naar alternatieve financieringsmogelijkheden op de private markt. Daarbij heeft het ZMC ook de vraag gesteld of het nog per sé de eigenaar wil zijn van het vastgoed. Hoewel er naar verluidt wel belangstelling was van private partijen, is door het ZMC uiteindelijk toch gekozen voor traditionele bancaire financiering (Boardroom, 2013).

7.5.5 Vastgoedfondsen

In Nederland zijn een aantal vastgoedfondsen actief met betrekking tot zorgvastgoed. Syntrus Achmea en Cofinimmo zijn daarbij belangrijke partijen. Ook Amvest beschikt sinds 2013 over een fonds dat zich richt op zorgvastgoed. Tot dusver richten vastgoedfondsen zich voornamelijk op zorgvastgoed dat functioneel veel overeenkomsten vertoont met traditionele vastgoedbeleggingscategorieën. In de eerste instantie ging het daarbij vooral om zorgwoningen, maar inmiddels ook steeds meer om zorgvastgoed met kenmerken van commercieel of kantoorvastgoed. In toenemende mate is er ook interesse in meer specifiek zorgvastgoed, zoals zorgboulevards, gezondheidscentra en zelfstandige behandelcentra. Hoewel er nog geen voorbeelden zijn van vastgoedfondsen die de volledige investering ten behoeve van een algemeen ziekenhuis voor hun rekening nemen, zijn er wel voorbeelden waarbij vastgoedfondsen het vastgoed dat onderdeel is van de buitenste schil van een ziekenhuis in hun beleggingsportefeuille opnemen.

Een praktijkvoorbeeld hiervan is het Maastadziekenhuis in Rotterdam (Zorgvisie 2010). Daar is de ontwikkeling en het eigendom van het aan het ziekenhuis vast zittende zorgboulevard uit handen gegeven aan een consortium van financiers; ViVe 2B (bestaande uit Vestia, VitaalZorgvast, BAM Utiliteitsbouw, en Ballast Nedam). Het project is aan het consortium gegund nadat zij in competitie met andere partijen het beste voorstel aanleverden. Aanvankelijk zou het Maastadziekenhuis nog enig belang houden in de zorgboulevard, maar in de tweede instantie is besloten het project als geheel te verkopen. De verkoop van de onderliggende grond heeft het Maastadziekenhuis daarbij een winst opgeleverd. Het Maastadziekenhuis behoudt nog wel enige zeggenschap en deelt in eventuele winst, terwijl de risico's volledig bij het consortium liggen. Met de zorgboulevard is een totale investering gemoeid van zo'n €120 miljoen.

Een tweede voorbeeld is de verkoop van aan een nieuw te bouwen ziekenhuis gelieerde parkeergarage en kantoorruimtes door het Maasziekenhuis te Boxtel aan het vastgoedfonds van Syntrus Achmea (Zorgvisie 2010). Het vastgoed dat wel direct gelinkt is aan exploitatie vanuit WTZi bekostiging is door een reguliere bank gefinancierd.

Bergman Clinics, weliswaar geen algemeen ziekenhuis maar een zelfstandig behandelcentrum (ZBC), huurt niet alleen de buitenste schil van een vastgoedfond, maar ZBC's als geheel. Cofinimmo is daarbij het betrokken vastgoedfonds.

Hoewel bovenstaande voorbeelden betrekking hebben op investeringen in ziekenhuis gerelateerd vastgoed, vinden de meeste investeringen in zorgvastgoed door vastgoedfondsen plaats in de care. Omdat er nu nog sprake is van een relatief nieuwe markt, is er nog weinig concurrentie bij het verwerven van nieuwe beleggingsobjecten. Dit levert een voordeel op voor de belegger. De verwachting is dat dit zogenoemde early adapter premium op niet al te lange termijn zal verdwijnen. Hierdoor zullen ook de aanvangsrendementen naar verwachting dalen. De perspectieven met betrekking tot waardegroei en huurgroei blijven echter positief (Syntrus Achmea, 2014).

7.5.6 Sale and lease back

Vooralsnog is er binnen Nederland geen sprake van toepassing van sale and lease back constructies met betrekking tot vastgoed van algemene ziekenhuizen. Bergman Clinics maakt weliswaar wel gebruik van sale and lease back constructies voor hun vastgoed, als Zelfstandig Behandelcentrum vallen zij echter buiten de afbakening van het onderzoek.

Gedurende dit onderzoek heeft wel een algemeen ziekenhuis aangekondigd voornemens te zijn om een sale and lease back constructie toe te passen. Het betreft hier het Admiraal de Ruyter ziekenhuis (ADRZ) met vestigingen in Goes en Vlissingen. Het voornemen is om de locatie in Vlissingen te verkopen aan een investeerder, zijnde de Investeringsmaatschappij Zeeland Investents Beheer (ZIB). ZIB wil het geld op zijn beurt ophalen middels crowd-funding. Indien de crowd funding voldoende oplevert, dan wordt het gebouw van het ADRZ gekocht. De investeerder zal vervolgens zorgen voor de noodzakelijk geachte renovatie, waarna het ADRZ het gebouw voor een langere periode terug huurt (Zorgvisie 2015).

Deze voorgenomen toepassing volgt na een slepend en heilloos traject voor het verwerven van financiering voor nieuwbouw. Reguliere financiers vonden de plannen echter te ambitieus. De krimpende bevolking in de regio waarin het ADRZ actief is zal daarin meegewogen hebben. Nadat de urgentie voor investeringen in het gebouw verder toenamen, de exploitatie in de rode cijfers dook en tot overmaat van ramp ook de liquiditeit van het ADRZ kritieke niveaus bereikte, werd een sale and lease back constructie op het eerste oog een niet onlogische keuze. Op het moment van het uitvoeren van dit onderzoek is deze casus echter nog met veel onzekerheden omgeven. Zo moeten bestaande financiers nog toestemming geven en moet blijken of de crowdfunding voldoende oplevert. Daarmee is het feitelijk nog te vroeg om de casus als eerste praktijkvoorbeeld van toepassing van sale and lease back met vastgoed van een algemeen ziekenhuis te vermelden.

Voor medische apparatuur, ICT en technische installaties is wel sprake van een trend waarbij ziekenhuizen steeds vaker gebruik maken van sale and lease back constructies. Grote investeringen, soms tot wel tientallen miljoenen, vinden plaats op basis van sale and lease back constructies. Leveranciers als Philips en Siemens bemiddelen daarbij feitelijk tussen ziekenhuizen en buitenlandse kapitaalverstrekkers in ruil voor aankoop van kostbare apparatuur en langjarige onderhoudscontracten. Dit heeft weliswaar geen betrekking op het vastgoed

en valt daarmee strikt genomen buiten de afbakening van dit onderzoek, maar gezien de omvang van de overeenkomsten heeft de opkomst van dit verschijnsel wel invloed op de financieringsstructuur van ziekenhuizen. Een ander type verstrekker van vreemd vermogen met andere voorwaarden wordt immers onderdeel van de financieringsstructuur. Voor bestaande financiers is deze ontwikkeling daarmee een punt van aandacht.

7.6 Resumé

Alternatieve financiers die reeds actief zijn in de financiering van zorgvastgoed blijken tot dusver vooral te kijken naar courant zorgvastgoed of courante onderdelen van een groter object. De praktijkvoorbeelden van alternatieve financiering van zorgvastgoed hebben dan ook in veel gevallen betrekking op zorgwoningen, die makkelijk om te vormen zijn naar aantrekkelijke reguliere woningen. De voorkeur gaat daarbij vanzelfsprekend uit naar zorgwoningen die zich op goede locaties met een hoog voorzieningenniveau bevinden. Bij andere voorbeelden investeert of belegt een alternatieve partij in courante onderdelen van een omvangrijker zorgproject. In het geval van een ziekenhuis laten beleggers en investeerders daarbij de 'hot floor' zoals de operatiekamers links liggen, maar investeren of beleggen zij wel in de kantoorruimtes, het zorghotel, de zorgboulevard of de parkeergelegenheid bij een ziekenhuis. Daarbij geldt niet alleen de risicoafweging van de investeerder en belegger, maar ook de afwegingen van de zorgaanbieder die het eigendom en zeggenschap m.b.t. vastgoed dat van grote invloed is op de primaire processen niet zomaar af wil stoten.

Op basis van bekende praktijkvoorbeelden mag geconcludeerd worden dat investeerders en beleggers hun zekerheid bij investeringen in zorgvastgoed tot dusver zoeken in de courantheid van het onderliggende vastgoed, en niet in de continuïteit van de zorgaanbieder. Zij blijven daarbij zo dicht mogelijk bij de traditionele vastgoedbeleggingscategorieën. Gezien de complexiteit van het Nederlandse zorgstelsel is dit ook logisch; het bepalen van de continuïteit van een zorgaanbieder vraagt om verregaande kennis en expertise, waardoor transactiekosten toenemen. Hierdoor is de toetredingsdrempel voor financiering van incourant zorgvastgoed veel hoger. Pas bij significante volumes wegen de transactiekosten op tegen de baten. Vooralsnog zijn het alleen de banken en het WFZ die dergelijke volumes financieren en borgen en ook beschikken over de kennis en expertise die daartoe noodzakelijk is.

Hoewel gesteld wordt dat zorgvastgoed steeds meer in beeld komt bij alternatieve financiers, moet dus wel de vraag gesteld worden in hoeverre het hier tot dusver echt om zorgvastgoed gaat. Zorg-gerelateerd vastgoed is wellicht een begrip dat beter aansluit op de realiteit. Investeren en beleggen in zeer specifiek zorgvastgoed dat gericht is op primaire zorgprocessen gebeurt in Nederland vooralsnog niet of nauwelijks door andere partijen dan het ziekenhuis zelf.

Een andere belangrijke conclusie is dat er vooral praktijkervaringen zijn met alternatieve financieringsinstrumenten waarbij het vastgoed op de balans van investeerders of beleggers staat. Toepassing van instrumenten waarbij alternatieve financiers ongeborgd vreemd vermogen verstrekken zijn nauwelijks te vinden in de praktijk. Met de keuze voor courante vastgoedonderdelen is het voor beleggers makkelijker om te isoleren van blootstelling aan overige risico's.

8 Het perspectief van de verstrekker van de alternatieve financiering

8.1 Inleiding

In hoofdstuk 5 over de beoordeling van het risicoprofiel en zekerheidspositie komen een aantal belangrijke afwegingscriteria van financiers aan bod, onder andere met betrekking tot de allocatie van verschillende risico's en relatie tot het rendement. In essentie hanteren verstrekkers van alternatieve financiering geen andere criteria dan elke andere kapitaalverstrekker. Zij maken alleen wel hun eigen afwegingen waarbij het ook per financieringsvorm kan verschillen welk gewicht wordt toegekend aan de verschillende afwegingscriteria. Zo zal een vastgoedfonds meer waarde hechten aan zeggenschap over het vastgoed dan een koper van obligatieleningen. Waarden van variabelen die vanuit het perspectief van de alternatieve financier van belang zijn, zijn hierdoor niet uniform te kwalificeren als aantrekkelijk of onaantrekkelijk.

In hoofdstuk 6 zijn de alternatieve financieringsvormen die centraal staan in dit onderzoek al mede aan de hand van de afwegingscriteria die voor financiers van belang geacht worden omschreven. Dit was een feitelijke omschrijving vanuit de theorie. In dit hoofdstuk wordt nader ingegaan op de weging die alternatieve financiers bij de verschillende alternatieve financieringsvormen toekennen aan de verschillende afwegingscriteria (waarbij de context van elke specifieke casus uiteraard altijd doorslaggevend is). Vervolgens wordt bekeken hoe de afwegingen van financiers zich verhouden tot de onderzochte alternatieve financieringsvormen. Op basis hiervan worden de voor en nadelen van de verschillende alternatieve financieringsvormen vanuit het perspectief van de alternatieve financier in beeld gebracht. Per financieringsvorm wordt tot slot vastgesteld wat dit concreet betekent voor de toepasbaarheid van het alternatieve financieringsinstrument bij ziekenhuizen. Hiermee ontstaat inzicht in de toepasbaarheid van de verschillende vormen van alternatieve financiering vanuit het perspectief van de alternatieve financier. Dit inzicht schept een beeld van het aanbod dat ziekenhuizen kunnen verwachten van alternatieve financiers.

Naast desk research waarbij bestaande interviews en artikelen zijn bestudeerd en verwerkt, hebben in het kader van dit onderdeel van het onderzoek ook interviews plaats gevonden om vast te stellen welke afwegingen (alternatieve) financiers maken bij verschillende alternatieve financieringsvormen. Daarbij is gesproken met partijen die als bemiddelaar of kapitaalverstrekker een rol hebben bij het tot stand brengen van alternatieve financiering van ziekenhuizen middels de onderzochte instrumenten.

8.2 Afwegingen verstrekkers alternatieve financiering

De verhouding tussen risico en rendement blijft de belangrijkste afweging bij kapitaalverstrekkers. Afwegingen kunnen daarbij afwijken; sommige kapitaalverstrekkers zijn bereid extra risico te accepteren in ruil voor een hoger rendement, anderen niet. Dit is afhankelijk van het profiel van de belegger; dit hangt vaak sterk samen met het doel waarmee hij belegt. Hierin kunnen alternatieve kapitaalverstrekkers zich onderscheiden van de traditionele bancaire financiers.

Daarnaast trachten sommige kapitaalverstrekkers bij alternatieve financiering op risico te sturen door zich bijvoorbeeld van zeggenschap over vastgoed of het ziekenhuis zelf te verzekeren. Zeggenschap kan daarom een ander belangrijke afweging zijn vanuit het perspectief van de belegger. Eigendom garandeert daarbij een verregaande mate van zeggenschap (en biedt bovendien meer zekerheden dan een hypotheekrecht). Daartegenover staat dat eigendom ook weer bepaalde risico's oplevert.

Naast de afweging ten aanzien van risico en rendement zijn er ook andere zaken die afhankelijk zijn van het profiel van de belegger. De horizon waarmee hij belegt is bijvoorbeeld bepalend voor de termijn waarmee de belegger zijn kapitaal beschikbaar kan stellen (alsmede de mate waarin hij bereid is om schommelingen in rendement te accepteren). Voor sommige kapitaalverstrekkers is het ook van belang dat zij hun belegging snel liquide kunnen maken; als hun kapitaal bij bepaalde constructies 'vast' zit in stenen, dan kan dit als onaantrekkelijk gezien worden. Daarnaast is ook de omvang van de belegging van belang; veel kapitaalverstrekkers hanteren een boven- en ondergrens. Naast risico en zeggenschap zijn horizon, liquiditeit en omvang daarom afwegingen die van belang zijn. Hiermee worden met betrekking tot afwegingen vanuit het perspectief van de kapitaalverstrekkers dezelfde criteria gehanteerd als in het onderzoek van Campman (2013).

Deze afwegingen zijn bepalend voor de positie die alternatieve financiers kunnen vervullen binnen de financieringsstructuur van een ziekenhuis. Op punten waarop zij zich onderscheiden ten opzichte van andere

financiers kunnen zij mogelijk een complementaire rol vervullen binnen de financieringsstructuur van ziekenhuizen.

Risico/rendement

Met betrekking tot afwegingen die te maken hebben met risico en rendement moet een onderscheid gemaakt worden tussen alternatieve financieringsvormen waarbij het vastgoed op de balans van het ziekenhuis komt te staan (op basis van balansfinanciering) en financieringsvormen waar de alternatieve financier het vastgoed op zijn balans krijgt.

Wanneer er sprake is van balansfinanciering, dan liggen feitelijk alle vastgoedrisico's bij het ziekenhuis. Zolang dat niet failliet gaat, ontvangt de alternatieve financier zijn vergoeding (waarbij in geval van extern eigen vermogen het rendement is gekoppeld aan de omvang van het resultaat). (Alternatieve) financiers kijken bij het bepalen van het vereiste rendement in de regel vooral naar de kredietwaardigheid en het risicoprofiel van een ziekenhuis. De kwaliteit van het onderpand speelt hierbij ook een rol (en die is bij ziekenhuizen over het algemeen slecht). Daarbij komt dat de belangrijkste risico's, namelijk politieke en beleidsmatige risico's, moeilijk in te schatten zijn voor relatieve buitenstaanders. De complexiteit van het Nederlandse zorgstelsel speelt daarbij ook een rol zoals al ter sprake kwam in hoofdstuk 2 en 7. Zeker met de huidige beleidsdynamiek veroorzaakt dat terughoudendheid bij partijen die in potentie een rol zouden kunnen spelen bij de financiering.

Voor alternatieve financiers die het vastgoed zelf op hun balans krijgen spelen beleidsmatige en politieke risico's ook een rol. Zij zijn zich bewust van de complexiteit en daarmee samenhangend lastig in te schatten risico's met betrekking tot Nederlandse ziekenhuizen. Door niet de balans van een ziekenhuis te financieren, maar direct op vastgoed te gaan zitten ontstaan mogelijkheden om risico's te reduceren. Idealiter door een focus op de courante onderdelen van een ziekenhuis in combinatie met langjarige huurcontracten. Als een ziekenhuis dan onverhoopt zijn verplichtingen niet na kan komen, dan bieden de courantere delen in ieder geval mogelijkheden tot alternatieve aanwending waardoor het verlies beperkt kan worden in geval van een default. Daar staat wel tegenover dat het eigendom van het vastgoed ook specifieke risico's oplevert. Met de kennis en expertise die vastgoedfondsen hebben mag echter verondersteld worden dat zij in staat zijn deze risico's effectief te managen. Bovendien worden deze risico's ook doorberekend aan het ziekenhuis.

Zeggenschap

Logisch is dat verstrekkers van extern eigen vermogen navenant aan hun inbreng zeggenschap eisen in het ziekenhuis. Dat gaat dus verder dan het zeggenschap dat alternatieve financiers die het vastgoed in eigendom krijgen hebben met betrekking tot het vastgoed. Verstrekkers van vreemd vermogen op basis van balansfinanciering staan hierbij het meest op afstand. Door middel van bepalingen in overeenkomsten en reglementen zijn zij wel in staat om nadrukkelijk te sturen indien hun belangen in de knel komen. De mogelijkheid tot externe disciplineren wordt hierbij van belang geacht om risico's beheersbaar te houden. Voor institutionele beleggers is het lastig om hier in de praktijk invulling aan te geven, omdat zij niet over de kennis en expertise met betrekking tot de Nederlandse zorgsector beschikken. Wanneer alternatieve financiers het vastgoed als onderdeel van de alternatieve financieringsconstructie op hun balans nemen, betekent dit dat zij ook veel zeggenschap over het vastgoed krijgen.

Horizon

Gezien de bekostigingssystematiek van ziekenhuizen bestaat vooral behoefte aan financiering met lange looptijden en lange rentevaste perioden. Omdat herfinanciering niet op voorhand vanzelfsprekend is leningen in de praktijk niet opeisbaar, moet er rekening mee worden gehouden dat de looptijd gelijk is met de afschrijftermijn. Kapitaalverstrekkers dienen derhalve een lange beleggingshorizon te hebben. Hieromtrent geldt dan ook een paradox. Voor geldleningen is sprake van een situatie dat het steeds moeilijker wordt om aan lang geld te komen. Zeker indien het risicodragende financiering betreft en banken of institutionele beleggers vanuit Basel III of Solvency II verplicht zijn om reserves aan te houden dan is de beschikbaarheid van langlopende leningen een probleem. Daar waar wel langlopende leningen beschikbaar zijn, heeft dit een hogere prijs. Vastgoedfondsen daarentegen eisen juist langlopende huurcontracten. Hun beleggingshorizon is in beginsel gelijk aan de economische levensduur van een gebouw, zeker bij vastgoed in beleggingscategorieën waarvoor doorgaans slechts beperkte interesse bestaat.

Liquiditeit

De meeste alternatieve financieringsvormen die onderdeel zijn van dit onderzoek vragen een lange adem van de alternatieve financier. Dit is zeker het geval indien het vastgoed op de balans komt te staan van de alternatieve financier; voor zorgvastgoed zijn weinig kopers. Naarmate de specificiteit van het vastgoed toeneemt, neemt de courantheid af. Leningen aan ziekenhuizen zijn ook minder liquide. Ook indien het risicoprofiel gelijkwaardig is aan andere leningen is dit het geval. Voor bepaalde partijen is de illiquiditeit juist aantrekkelijk; indien het aansluit op de liabilities dan is de iliquiditeitsopslag mooi meegenomen. Dit levert al snel een rendement van 30 basispunten extra op bij een verder gelijkwaardig risicoprofiel. Aflossing gedurende de looptijd geniet in dat geval niet de voorkeur van de financier.

Omvang

De afwegingen met betrekking tot de omvang lopen sterk uiteen per financier. Voor obligatieleningen geldt dat de minimale omvang significant is. Zonder tussenkomst van een bank waarbij verschillende leningen in een pakket worden gestopt geldt dat institutionele beleggers pas vanaf zeer significante bedragen interesse hebben in leningen. Tegelijkertijd geldt voor andere alternatieve financieringsvormen dat er sprake is van een bovengrens. Vastgoedfondsen die actief zijn op de Nederlandse markt van zorgvastgoed hanteren met het oog op spreiding van risico's bijvoorbeeld een dergelijke bovengrens.

8.3 Toepassingsmogelijkheden

In deze paragraaf wordt concreet ingegaan op de toepasbaarheid van de verschillende alternatieve financieringsinstrumenten. Hierbij wordt rekening gehouden met de afwegingen die alternatieve financiers per alternatieve financieringsvorm maken. Naast deskresearch hebben interviews hierbij een belangrijk deel van de input gevormd.

8.3.1 Extern eigen vermogen

Omdat verstrekkers van extern vermogen hun directe rendement niet in de vorm van rente, maar in de vorm van winstuitkering ontvangen, hechten zij veel belang aan de omvang van het rendement van de organisatie waarin zij investeren. Daarbij kijken ze niet naar het rendement op het vastgoed, maar naar het ziekenhuis als geheel. De huidige rendementen van ziekenhuizen (veelal tussen de 1% en de 2%) liggen daarbij ruim onder de rendementseisen die zij als uitgangspunt hanteren. In theorie bieden de huidige lage rendementen kansen voor investeerders. Een laag rendement zou de kosten voor het verwerven van een belang in een ziekenhuis immers kunnen drukken als bij het berekenen van de verkoopprijs uit gegaan zou worden van een 'discounted cashflow' (DCF) berekening. Het vertrekpunt biedt daarmee veel potentie voor verbetering. De praktijk is echter complex en weerbarstig.

Feit is dat algemene ziekenhuizen er momenteel niet op ingericht zijn om als bedrijf te draaien met een rendementsdoelstelling. De huidige rechtsvorm en besturen zijn er niet op gericht om het rendement te maximaliseren. De focus ligt op het sluitend krijgen van de begroting. Het verbeteren van het rendement en eigen vermogen gebeurt daarbij in de praktijk vooral onder druk van externe stakeholders zoals banken, terwijl efficiencyverbeteringen tot stand komen onder druk van verzekeraars. Private equity partijen zullen daarom zeggenschap naar zich toe trekken. Een van de banken die in het kader van dit onderzoek is geïnterviewd merkte in dit verband op dat het ontbreken van interne stakeholders die dergelijke ontwikkelingen toejuichten en stimuleren als tekortkoming wordt gezien. De split incentives tussen ziekenhuizen en medisch specialisten hebben daarbij een negatieve invloed op de bedrijfsvoering.

Het realiseren van de juiste prikkels voor een rendement gedreven ziekenhuis wordt door respondenten lastig geacht binnen het vooralsnog gebruikelijke organisatiemodel met vrijevestigde specialisten die verder niet participeren. Het bij de meeste ziekenhuizen van toepassing zijnde samenwerkingsmodel biedt niet de gelijkgerichtheid die private equity investeerders noodzakelijk achten met oog op rendementsverbetering. Het realiseren van de door private equity gewenste veranderingen is makkelijker wanneer medisch specialisten mede participeren in het ziekenhuis. In dat geval is er sprake van gelijkgerichte belangen met andere interne stakeholders.

Een van de geïnterviewde banken acht participatie van medisch specialisten los van gebruik van private equity sowieso als een wenselijke ontwikkeling om bovenstaande genoemde redenen. Medisch specialisten die participeren hebben er meer belang bij dat het ziekenhuis goed rendeert en ook op de lange termijn een goede marktpositie behoudt.

Voor wat betreft de beleggingshorizon geldt dat private equity partijen die in een ziekenhuis investeren sowieso een lange adem zullen moeten hebben. Wettelijk is winstuitkering door ziekenhuizen nog niet toegestaan, maar de voorwaarden in het wetsvoorstel dat is gestrand in de Eerste Kamer waren significant en zullen voor veel potentieel geïnteresseerde partijen een forse drempel vormen. Daarbovenop moet nog rekening gehouden worden met de voorwaarden die verstrekkers van vreemd vermogen stellen. Mogelijk worden potentiële partijen hierdoor afgeschrikt. Serieuze partijen zonder hedgefonds achtige doelstellingen zullen zich wellicht niet af laten schrikken. Los hiervan bestaan in de praktijk een bijna oneindige hoeveelheid aan constructies waarbinnen het mogelijk is om winst uit een ziekenhuis uit te keren aan investeerders. Publicitair is dit echter een risicovolle praktijk.

Tot slot zal bij het verwerven van een aandeel in een ziekenhuis door een private equity partij een complexe discussie ontstaan over de waardering. Een te lage prijs, betekent dat er maatschappelijk kapitaal weglekt naar private investeerders. Dit ligt zowel maatschappelijk als politiek om begrijpelijke redenen bijzonder gevoelig. Tegelijkertijd is er nog geen ervaring waarop de waardering van een financieel gezond en goed draaiend ziekenhuis gebaseerd kan worden.

Alles overwegende, leidt dit tot de volgende voor- en nadelen:

Voordelen:

- De collectieve en private uitgaven aan zorg zullen de komende jaren verder toenemen; het is daarmee een groeisector. Daarbij is de zorgsector relatief ongevoelig voor conjuncturele schommelingen.
- Er is nog veel efficiencywinst te realiseren, waardoor er potentie tot rendementsverbetering bestaat.

Nadelen:

- Privatisering van ziekenhuizen en winstuitkering aan aandeelhouders is specifiek een politiek gevoelig onderwerp. Het wetsvoorstel winstuitkering moet nog goedgekeurd worden, maar zal sowieso zeer strenge voorwaarden stellen voor winstuitkering.
- Beleidsmatige en politieke risico's die impact hebben op ziekenhuizen zijn soms lastig in te schatten.
- De huidige organisatiemodellen van ziekenhuizen lenen zich niet voor rendementsmaximalisatie.
- Ziekenhuizen zijn onvoldoende transparant met betrekking tot (kost)prijzen en andere relevante informatie. Managementinformatie is vaak te beperkt beschikbaar.

Conclusie

Vooralsnog is de inschatting dat de Nederlandse ziekenhuissector pas interessant wordt voor private equity partijen als de beleidsdynamiek afneemt waardoor risico's beter inzichtelijk en beheersbaar worden. Vervolgens zullen zij ook binnen ziekenhuizen forse veranderingen af willen dwingen. Ziekenhuizen moeten bereid zijn om hiertoe een belangrijk deel van het zeggenschap over te dragen. Nog los van de noodzakelijke wijziging van juridische structuur, zullen private equity partijen de organisatiestructuur wijzigen zodat er meer prikkels ontstaan tot maximering van resultaten. Het creëren van waarde zal veel meer dan nu centraal komen te staan. Daar waar nodig zal dit gemoeid gaan met scherpe keuzes, bijvoorbeeld door het stoppen of afstoten van activiteiten die onvoldoende winstgevend zijn. Daarnaast vragen investeerders meer financiële transparantie en een betere verslaglegging; dit begint al met het realiseren van inzicht in kostprijzen. Al met al moeten er nog de nodige stappen gezet worden alvorens private equity partijen een betekenisvolle rol zullen spelen binnen de financieringsstructuur van ziekenhuizen. Op kortere termijn ligt participatie van medisch specialisten meer voor de hand. Participatie van medisch specialisten zal met het oog op het aantrekken van extra eigen vermogen echter weinig daadwerkelijke 'cash in' bieden. Voor een meer bedrijfsmatige bedrijfsvoering is het echter wel een stap die bij kan dragen aan een meer rendement gedreven bedrijfsvoering.

Op kortere termijn zal de serieuze interesse van private equity partijen zich beperken tot 'slecht' presterende of reeds failliete ziekenhuizen. Doordat dan reeds sanering van schulden plaats heeft gevonden op kosten van de partijen die betrokken waren bij het bestaande financieringsarrangement, is de prijs voor het verwerven van dergelijke ziekenhuizen bijzonder laag. Dit is thans de praktijk bij ziekenhuizen die tot dusver over zijn gegaan naar private equity partijen.

Aandachtspunten:

- Om extern eigen vermogen aan te kunnen trekken, ontkomen ziekenhuizen er niet aan om van rechtsvorm te veranderen. De traditionele stichtingsvorm is immers van de dode hand, waardoor aandeelhouderschap door verstrekkers van extern eigen vermogen niet mogelijk is. Een stichting kan daarbij omgezet worden naar bijvoorbeeld een besloten vennootschap. Hiervoor is toestemming nodig van bestaande financiers. Die zullen daaromtrent voorwaarden stellen die de zeggenschap van de private equity partijen mogelijk beperken.

8.3.2 Obligatieleningen

Een emissie met een focus op particulieren en kleine beleggers heeft het karakter van crowdfunding. De kapitaalbehoefte van ziekenhuizen is hier doorgaans te groot voor, waardoor institutionele beleggers een belangrijke doelgroep zijn. Hoewel institutionele beleggers interesse tonen in leningen van ziekenhuizen, is er nog geen casuïstiek voor handen waarbij een algemeen ziekenhuis daadwerkelijk ongeborgde financiering op heeft gehaald op de financieringsmarkt. De belangrijke reden hiervoor is de complexiteit van het Nederlandse zorgstelsel waardoor risico's niet per definitie te groot zijn, maar wel moeilijk in zijn te schatten voor verstrekkers van obligatieleningen. De beleidsmatige en politieke risico's zijn hierbij een belangrijke factor die ook tijdens bijeenkomsten die mede in het kader van dit onderzoek bezocht zijn expliciet werden uitgesproken door grote institutionele beleggers. Deze risico's zijn ook moeilijk in te prijzen.

Ook voor buitenlandse financiers blijkt de complexiteit en het risicoprofiel van het Nederlandse zorgstelsel eveneens een grote drempel om te investeren in zorgvastgoed dat is gericht op de primaire processen. Bieringa (Directeur Public Finance bij BNG Bank) stelt in een interview aan zorgvisie (Bassant, 2015) dat het risicoprofiel reden is voor de Europese Investeringsbank (EIB) om af te zien van financiering van zorgvastgoed in Nederland. Bieringa stelt dat dit ook de reden is dat buitenlandse banken überhaupt niet actief zijn bij de financiering van Nederlandse ziekenhuizen. Het Nederlandse zorgstelsel wordt door buitenlandse partijen als te complex gezien. Deze mening wordt door veel respondenten gedeeld tijdens de interviews.

Het inzichtelijk en transparant maken van risico's van obligatieleningen van ziekenhuizen door onafhankelijke rating bureaus een rating af te laten geven als oplossing voor de complexiteit die door beleggers wordt ervaren, wordt door de meeste experts verworpen tijdens interviews. Op papier zouden ratings inzicht en transparantie moeten bieden ten aanzien van het risicoprofiel van een ziekenhuis of diens obligatielening. De gebruikelijke financiële parameters zeggen weliswaar wat over de financiële prestaties uit het verleden, daarnaast kunnen er meer kwalitatieve (en dus meer subjectieve) parameters toegevoegd worden die ingaan op de concurrentiepositie en de kwaliteit van het management. Beleidsmatige en politieke risico's zijn hiermee echter nog steeds niet ondervangen. De meeste respondenten gaven tijdens interviews dan ook aan dat zij het niet mogelijk achten om een betrouwbare rating af te geven met betrekking tot (leningen van) Nederlandse algemene ziekenhuizen. Voor partijen zonder of met beperkte kennis ten aanzien van het Nederlandse zorgstelsel en lokale marktontwikkelingen vallen obligatieleningen van Nederlandse ziekenhuizen daarmee af als potentiële belegging.

Dit zorgt er ook voor dat de liquiditeit van obligaties van algemene Nederlandse ziekenhuizen zeer beperkt zou zijn. In combinatie met een vraag naar lange looptijden betekent dit dat kopers van obligatieleningen van ziekenhuizen een lange beleggingshorizon dienen te hebben. Indien obligaties van algemene ziekenhuizen meer 'main stream' zouden zijn, dan zou dit de liquiditeit ten goede komen omdat er dan meer potentiële kopers zouden zijn bij tussentijdse verkoop. Anderzijds wordt de liquiditeitsopslag die nu gerekend wordt vanwege de beperkte liquiditeit door sommigen ook weer als aantrekkelijk gezien. Afhankelijk van de liabilities, kan 'buy and hold' daarbij het uitgangspunt zijn. Tussentijdse aflossingen zoals gebruikelijk bij ziekenhuizen zijn dan minder aantrekkelijk.

Een ander punt waarbij sprake is van een moeilijke match heeft betrekking op de omvang van de financieringsbehoefte van algemene ziekenhuizen. Institutionele beleggers hebben doorgaans vooral interesse in obligatieleningen met een zeer grote omvang. Relatief kleine leningen die ook nog eens actief beheerd dienen te worden kunnen op minder interesse rekenen. Tot deze categorie worden ziekenhuizen gerekend.

Tot slot hebben ook veel institutionele beleggers, waaronder pensioenfondsen en verzekeraars, met externe disciplinerende te maken die in grote lijnen overeen komt met Basel III. Ook Solvency II stelt eisen aan de balansreserves die moeten worden aangehouden voor leningen. De hoogte van de aan te houden reserve

wordt hier bepaald door het risicoprofiel en de liquiditeit van de lening. Net als bij banken pakt ook bij deze partijen de hoge loan to value van zorgvastgoed negatief uit. Op basis van eigen interpretatie is het weliswaar onder bepaalde voorwaarden toegestaan om niet de marktwaarde maar de bedrijfswaarde te hanteren bij onderliggende calculaties. De weging voor algemene ziekenhuizen blijft echter relatief zwaar. Academische ziekenhuizen die binnen de Solvency II regelgeving als publiek orgaan worden aangemerkt kennen hierbij een veel gunstigere weging waardoor minder balansreserves aangehouden hoeven te worden. Bovendien sluit de omvang van de financieringsbehoefte van academische ziekenhuizen beter aan op de schaal die institutionele beleggers zoeken.

Alles overwegende, leidt dit tot de volgende voor- en nadelen:

Voordelen:

- Met de zeer lage rentes op staatsobligaties bieden obligatieleningen aan ziekenhuizen kansen om rendementen te vergroten.
- De macro uitgaven aan ziekenhuiszorg zullen de komende jaren verder toenemen, waarmee bovengemiddeld presterende ziekenhuizen een veilige belegging zouden moeten zijn.
- Leningen aan ziekenhuizen kunnen bijdragen aan diversificatie van de beleggingsportefeuille.

Nadelen:

- De complexiteit van de Nederlandse zorgsector maakt dat vooral politieke en beleidsmatige risico's moeilijk in te schatten zijn voor buitenstaanders. Dit vraagt om specifieke kennis en expertise.
- Vanuit Solvency II geldt voor institutionele beleggers dat zij net als banken geconfronteerd worden met externe disciplinerende die er toe leidt dat voor (vastgoed)financieringen met een hoge loan to value forse reserves aangehouden moeten worden.
- De financieringsbehoefte per ziekenhuis is over het algemeen te beperkt in omvang voor institutionele beleggers.
- De monitoring van risico's met betrekking tot uitstaande financiering bij ziekenhuizen vraagt om een instrumentarium waarover institutionele beleggers niet beschikken.

Conclusie

Al met al lijkt er bij institutionele beleggers vooralsnog weinig animo te bestaan voor het verstrekken van obligatieleningen aan Nederlandse algemene ziekenhuizen. Vooral de complexiteit van de zorgsector en de politieke en beleidsmatige risico's leiden tot terughoudendheid. Onafhankelijke rating agency 's bieden hieromtrent onvoldoende toegevoegde waarde met betrekking tot het toekennen van ratings aan algemene ziekenhuizen binnen de context van het Nederlandse zorgstelsel. Het probleem is daarbij niet zozeer de omvang van risico's, maar het inschatten van risico's.

Op dit moment lijkt enkel voor obligatieleningen van academische ziekenhuizen interesse te bestaan. Het grotere commitment van de overheid aan deze instellingen (waarmee ze vanuit Solvency II worden gezien als een overheidslichaam) en de daarmee samenhangende beperktere eisen ten aanzien van balansreserves maakt dat hier wel mogelijkheden tot financiering middels obligatieleningen ontstaan. Academische ziekenhuizen vallen echter buiten de afbakening van dit onderzoek. Ook de omvang van de financieringsbehoefte van academische ziekenhuizen sluit beter aan op het profiel van institutionele beleggers.

8.3.3 Co-lending

Verschillende banken onderzoeken momenteel de mogelijkheden om institutionele beleggers een rol te laten vervullen bij financieringen die zij zelf niet volledig voor hun rekening kunnen of willen nemen (omdat er onvoldoende financieringscapaciteit beschikbaar is, de lening te zwaar op de balans drukt, of omdat de blootstelling aan de specifieke klant anders te groot wordt). In interviews geven zij aan dat institutionele beleggers geïnteresseerd zijn in de leningen van ziekenhuizen. Het realiseren van een daadwerkelijke match blijkt nog wel lastig.

De factoren die institutionele beleggers er van weerhouden om te investeren in obligatieleningen van ziekenhuizen, wegen ook bij co-lending mee. Een intermediaire rol van de bank kan daarbij wel drempelverlagend werken. De kennis en expertise van de banken kan institutionele beleggers helpen om de eerste voorzichtige stappen te zetten met betrekking tot financiering van ziekenhuizen.

Een complicatie is dat het banken niet is toegestaan hun interne rating van leningen en debiteuren te delen met externe partijen. De onderliggende parameters, mogen wel besproken worden. Een institutionele belegger zal dus altijd nog zelf of door een derde onafhankelijke partij een rating moeten realiseren, indien hij zelf niet over de benodigde kennis en expertise beschikt. Zoals besproken is de waarde die aan dergelijke ratings ontleend kan worden discutabel. Een blijvende risicodragende participatie van een bank die de intermediaire rol vervult kan mogelijk een sleutel zijn om institutionele beleggers te laten participeren in leningen. De intermediaire rol van de bank is op deze manier minder vrijblijvend.

Alles overwegende, leidt dit tot de volgende voor- en nadelen:

Voordelen

- De voordelen die bij obligatieleningen aan de orde zijn, zijn ook bij co-lending van toepassing.
- Institutionele beleggers kunnen (deels) gebruik maken van de kennis en expertise van de banken, waardoor ze niet zelf kennis van de zorgsector in huis te hebben. Ook het beheer kan eventueel worden uitbesteed aan de bank.
- Co-lending biedt kansen om op basis van 'test-cases' kennis en ervaring op te doen met financiering van ziekenhuizen.

Nadelen

- Nadelen die van toepassing zijn op obligatieleningen zijn ook bij co-lending van toepassing.
- Afhankelijkheid van externe kennis en expertise is een risico.
- Het aanbod van leningen ten behoeve van nieuwe projecten is momenteel gering, terwijl er bij banken met het oog op Basel III wel behoefte bestaat om bestaande leningen te cederen. Hierbij ligt het voor de hand dat kwalitatief minder goede leningen als eerste aangeboden worden.

Conclusie

Terughoudendheid bij beleggers met betrekking tot co-lending wordt evenals bij obligaties veroorzaakt door de complexiteit en vaak lastig in te schatten risico's in de zorgsector. Een intermediaire rol van banken verandert niks aan deze complexiteit en risico's, maar kan institutionele beleggers wel helpen bij het opdoen van kennis en expertise met betrekking tot het verstrekken van financiering van ziekenhuizen. Voor wat betreft de toepasbaarheid bij financiering van ziekenhuizen mag daarom verondersteld worden dat de drempel bij co-lending lager is dan de drempel bij obligatieleningen zonder intermediaire rol van een bank. Co-lending zou hiermee een opmaat kunnen zijn naar verstrekking van obligatieleningen aan ziekenhuizen door institutionele partijen.

Voor banken is co-lening een aantrekkelijke constructie omdat ze met institutionele beleggers niet hoeven te concurreren op lucratieve dienstverlening die samenhangt met het huisbankierschap. Zij vormen derhalve liever met een financieringsconsortium met een institutionele belegger, dan met een concurrerende bank.

8.3.4 DBFMO

Het grootste voordeel voor de kapitaalverstrekkers in een DBFMO consortium zit hem doorgaans in de opdracht om het vastgoed te mogen bouwen en/of het verwerven van een langjarig contract voor onderhoud. Gezien de omvang van de financiering die samengaat met de bouw van een ziekenhuis, zijn er maar weinig aannemers en installateurs die in staat zijn zelf deze financiering in zijn geheel te verstrekken, of voor een financiering van deze omvang een veel betere toegang tot de kapitaalmarkt hebben dan het ziekenhuis zelf. Daarnaast vraagt het verstrekken van financiering aan ziekenhuizen om zeer specifieke kennis en expertise, waarover genoemde partijen niet beschikken.

Gezien deze feiten zal er bij toepassing van een DBFMO constructie bij een ziekenhuis toch een partij moeten participeren kennis en ervaring heeft met betrekking tot financiering van ziekenhuizen en de daarmee samenhangende risico's. Niet op de laatste plaats zal deze partij op zijn minst een belangrijke deel van de financiering moeten verstrekken. Dergelijke partijen hebben geen (direct) voordeel bij de langjarige onderhoudscontracten waar de andere partijen in het consortium wel van profiteren. Omdat een ziekenhuisgebouw bovendien maar een 'gebruiker' kent, ligt het voor deze financiers meer voor de hand om direct zaken te doen met het ziekenhuis. Het ziekenhuis kan eventueel dan een DBMO overeenkomst sluiten met een consortium.

Het deelnemen aan een DBFMO consortium voegt met betrekking tot ziekenhuisvastgoed dan ook niks toe voor een financier. Het afsluiten van DBMO overeenkomsten, waarbij de financiering afzonderlijk plaats vindt is hiermee niet uitgesloten. De DBMO partijen kunnen daarbij eventueel wel participeren in de financiering, of middels eigen vermogen de balanspositie van een ziekenhuis versterken waarmee het verwerven van vreemd vermogen makkelijker gemaakt kan worden.

Alles overwegende, leidt dit tot de volgende voor- en nadelen:

Voordelen:

- Indien de alternatieve financier tevens 'leverancier' is, dan is het verwerven van een opdracht als onderdeel van de overeenkomst een belangrijke voordeel. Zeker als hier ook nog een langjarig onderhoudscontract aan verbonden is.

Nadelen:

- Indien de financier geen belang heeft bij de overigens contractonderdelen van de DBFMO overeenkomst, geldt dit alleen maar als extra ballast.
- Vastgoedkennis is niet hetzelfde als kennis van de zorgsector, zeker bij specifiek vastgoed dat veel impact heeft op de primaire processen is het de vraag hoeveel toegevoegde waarde een DBFMO consortium kan leveren.

Conclusie

Vanuit de optiek van partijen die mee profiteren van de wederkerigheid uit de DBFMO overeenkomst is een dergelijke constructie gunstig. Voor partijen die dit profijt niet hebben, voegt het niks toe om de 'F' voor hun rekening te nemen als onderdeel van een DBFMO overeenkomst. Zij kunnen ook rechtstreeks met een ziekenhuis zaken doen met betrekking tot financiering van vreemd vermogen. Daarbij kan alsnog een DBMO overeenkomst gesloten worden. De drempel voor de verstrekker van vreemd vermogen kan eventueel wel verlaagd worden als andere partijen de eigen vermogenspositie van het ziekenhuis versterken door hiertoe financiering beschikbaar te stellen.

8.3.5 Vastgoedfondsen

Uit desk research en interviews is gebleken dat vastgoedfondsen hun interesse in zorgvastgoed steeds verder verdiepen. Daar waar in beginsel voornamelijk interesse bestond in de zeer courant vastgoed, vooral levensloopbestendige woningen, kijken vastgoedfondsen inmiddels ook naar meer specifiek zorgvastgoed, waaronder verpleeghuizen en gezondheidscentra waar vooral veel eerstelijns zorgaanbieders gebruik van maken. Tijdens interviews kwam daarbij nadrukkelijk naar voren dat ze het daarbij wel van belang vinden dat de transities in de zorgsector waarvoor het vastgoed bestemd is uitgekristalliseerd zijn, of dat er ten minste veel duidelijkheid bestaat omtrent het eindperspectief. Vastgoedfondsen gaven tijdens interviews aan dat de eerstelijns zorg hierin volgens hen verder is dan de tweedelijns zorg. De interesse van vastgoedfondsen is dan ook meer gericht op de eerste lijn dan op de tweede lijn. De uitgangspunten zijn hierbij redelijk uniform. Vastgoedfondsen hebben daarbij een sterke voorkeur voor projecten die aan de volgende criteria voldoen:

- **(Ver)nieuwbouw**
Jonger dan twee jaar in exploitatie/belegging of een nieuw huurcontract (sale & leaseback constructies), bij voorkeur zijn vastgoedfondsen echter al betrokken in de (her)ontwikkelfase.
- **Langjarig huurcontract**
Minimaal tien jaar, bij incourant vastgoed langer.
- **Goede alternatieve aanwendbaarheid**
Multifunctioneel of flexibel ontworpen.
- **Toekomstgericht en duurzaam**
Vastgoedfondsen zijn bereid een hogere investering te accepteren indien de operationele kosten lager zijn, daarbij ook aandacht voor de energetische eigenschappen van een gebouw.
- **Aantrekkelijke locatie**
Focus op de Randstad en andere stedelijke groeikernen).
- **Passende omvang**
Minimaal EUR 5 miljoen (waarbij slechts enkele vastgoedfondsen die interesse hebben in vastgoed van Nederlandse ziekenhuizen projecten van groter dan €50 miljoen aankunnen).

- **Voldoende rendement**

Bruto aanvangsrendement tussen 6,5% en 8,0%.

Wanneer proposities niet aan deze criteria voldoen, geldt dat het risicoprofiel stijgt en daarmee de interesse van beleggers afneemt. Zoals bij alle beleggingscategorieën wordt een transactie bepaald door het object, de gebruiker en het verwachte rendement. Zo ook bij ziekenhuisvastgoed. Omdat het aantal referenties in deze markt beperkt is, geldt het vertrouwen in een (bewezen) concept en de kwaliteit van de exploitant vaak als een doorslaggevende factor. Door de invoering van de gereguleerde marktwerking en prestatiebekostiging is de continuïteit en draagkracht van de gemiddelde zorgverlener in Nederland een punt van aandacht geworden. Zeker indien er sprake is van langjarige huurcontracten is het van belang dat een zorgaanbieder niet alleen nu, maar ook in de toekomst in staat is om de huur te betalen. Enkel dan is een huurcontract pas echt iets waard. Bij elk nieuwe project wordt dan ook de financiële stabiliteit van een huurder en de kwaliteit van het management uitvoerig gescand.

Op basis van de genoemde criteria ligt het niet voor de hand dat vastgoedfondsen investeren in ziekenhuisvastgoed dat gericht is op de primaire zorgprocessen. Vooral de slechte alternatieve aanwendbaarheid in combinatie met de marktrisico's in de Nederlandse zorgsector zorgen voor terughoudendheid ten aanzien van al te specifiek zorgvastgoed. Zoals eerder al is geconstateerd beperken vastgoedfondsen zich met betrekking tot ziekenhuisvastgoed vooralsnog tot typen vastgoed die functioneel dicht bij de traditionele vastgoed-beleggingscategorieën liggen. Hierbij kunnen zij teren op de kennis en expertise die zij reeds in huis hebben. \. Geleidelijk ontstaat er echter wel interesse in gezondheidscentra en vastgoed voor eerstelijnszorg. Vastgoed in de buitenste schil van ziekenhuizen is vanuit dat perspectief interessant, omdat het door de verschuiving van de tweedelijns zorg naar eerstelijns zorg voor steeds meer zorgaanbieders interessant wordt om in de zeer directe omgeving van een ziekenhuis gevestigd te zijn.

Alles overwegende, leidt dit tot de volgende voor- en nadelen:

Voordelen:

- Waar de vraag naar kantoren en commercieel vastgoed afneemt, zal de vraag naar zorgvastgoed op veel plaatsen stabiel blijven of groeien.
- Omdat zorgvastgoed nog geen traditionele beleggingscategorie is, is er nog relatief weinig concurrentie bij het verwerven van objecten waardoor de rendementen aantrekkelijk zijn.
- Ziekenhuisvastgoed biedt mogelijkheden voor verdere differentiatie van de portefeuilles.
- Door verschuiving van de tweedelijnszorg naar de eerstelijns zorg ontstaat 'anderhalfdelijns zorg'. Dit maakt dat er meer potentiële huurders zijn voor vastgoed in de buitenste schil van ziekenhuizen.

Nadelen:

- Zorgvastgoed heeft geen track-record en ook benchmarkgegevens zijn niet beschikbaar, waardoor het marktbewijs gering is.
- Veel ziekenhuizen die de afgelopen jaren gebouwd hebben, hebben onvoldoende rekening gehouden met innovaties en daardoor te veel vierkante meters gerealiseerd.
- Vastgoed in de buitenste schil van een ziekenhuis biedt beperktere voordelen met het oog op diversificatie van de portefeuille.
- Specifiek vastgoed van ziekenhuizen vraagt om specifieke kennis en expertise van de primaire processen van ziekenhuizen. Daarnaast is het monofunctioneel en daardoor incourant en beperkt alternatief aanwendbaar.
- De investering die nodig is voor het realiseren van een algemeen ziekenhuis, ligt ruim boven de maximale omvang die vastgoedfondsen per project in de zorg willen investeren (met het oog op spreiding van risico's). Samenwerking met andere partijen is daarbij geen optie voor vastgoedfondsen. Het investeren in delen van het ziekenhuis is lastig, omdat verschillende functies sterk met elkaar verweven zijn in traditionele ziekenhuisbouw.

Conclusie

Op basis van het bovenstaande mag geconcludeerd worden dat vastgoedfondsen zondermeer een groeiende interesse hebben in zorgvastgoed, maar vooral in vastgoed dat gerelateerd is aan de langdurige zorg en de eerstelijns zorg. Specifiek vastgoed van ziekenhuizen voldoet niet aan veel criteria die vastgoedfondsen stellen

aan zorgvastgoed waarin zij investeren. Bovendien geldt voor de vastgoedfondsen die het meest actief zijn met betrekking tot zorgvastgoed dat zij een bovengrens hanteren met betrekking tot de bedragen die ze per project willen investeren. Met deze grens, van om en nabij de €50 miljoen, is het niet mogelijk om een volledig algemeen ziekenhuis te realiseren. Vastgoedfondsen kunnen daarmee enkel investeren in onderdelen van ziekenhuizen. Van belang is daarbij dat het om fysiek afgescheiden onderdelen gaat. Daarbij hebben ze vooral interesse in de courantere en minder specifieke onderdelen die zich in de buitenste schil van het ziekenhuis bevinden.

8.3.6 Sale and lease back

Vastgoedfondsen die hun overeenkomsten baseren op sale and lease back, hanteren hierbij de gebruikelijke uitgangspunten. Zij hebben een sterke voorkeur voor nieuwe gebouwen, of gebouwen die recent grondig vernieuwd zijn. Veelal is het vastgoedfonds bij dergelijke sale and lease back constructies al tijdens de (her)ontwikkeling betrokken bij het project, zodat het vastgoed op een dusdanige manier ontwikkelt wordt, dat het ook voldoet aan de wensen van het vastgoedfonds. Dit komt in grote lijnen overeen met een reguliere huursituatie. Wel draagt het vastgoedfonds minder risico's met betrekking tot onderhoud indien het gaat om financial lease. Voor wat betreft de overige aspecten geldt echter dat ze in voorgaande paragraaf uitgebreid besproken zijn.

De sale and lease back van ziekenhuisvastgoed in de loop van de exploitatie, is echter een geheel andere categorie. Dergelijke constructies komen vaak voort uit noodzaak en zijn vanuit risicoperspectief minder aantrekkelijk voor alternatieve financiers. Allereerst gaat het om vastgoed dat al langere tijd in gebruik is en vanuit investeringsperspectief minder optimaal vormgegeven zal zijn. Daarnaast is ook het defaultrisico groter. Ziekenhuizen zijn enkel geneigd tot dergelijke transacties als de opbrengst nodig is om een gebrek aan liquiditeiten op te vangen of om geld op te halen voor de financiering van een investering waarvoor andere financiers kennelijk niet bereid zijn om financiering te verstrekken. De hogere prijs die betaald dient te worden voor een dergelijke constructie, wordt dan voor lief genomen door het ziekenhuis. Motieven van het ziekenhuis zijn hierbij dus ook voor de alternatieve financier van belang.

Waar een langjarig huurcontract met een aantrekkelijke huurprijs in de eerste instantie aantrekkelijk kan lijken voor een alternatieve financier, dient echter de vraag gesteld te worden of het ziekenhuis in kwestie op de langere termijn wel in staat is om de afspraken na te komen. Het gevaar bestaat dat er op korte termijn een oplossing wordt geboden, terwijl de problemen voor het ziekenhuis op langere termijn alleen maar groter worden door hogere huisvestingslasten. Dit risico dienen alternatieve financiers voldoende inzichtelijk te hebben, in samenhang met de complexiteit van het zorgstelsel en de beleidsmatige en politieke risico's.

Het is bij toepassing van sale and lease back dus van groot belang dat de partij die het vastgoed verwerft op basis van sale and lease back nagaat of het ziekenhuis wel in staat is om op lange termijn ook de verplichtingen na te komen. Zeker indien het vastgoed met een beperkte alternatieve aanwendbaarheid en courantheid betreft, zoals bij vastgoed van ziekenhuizen doorgaans het geval is, is dit van belang.

Alles overwegende, leidt dit tot de volgende voor- en nadelen:

Voordelen:

- Voor zover het toepassing van sale and lease back bij aanvang van de exploitatie betreft, gelden op hoofdlijnen de voordelen die in voorgaande paragraaf m.b.t. vastgoedfondsen genoemd zijn.
- Indien het om sale and lease back van vastgoed in de loop van de exploitatie gaat, dan bieden de veelal langjarige contracten een stabiele cashflow indien het ziekenhuis in staat blijft om aan zijn verplichtingen te voldoen.

Nadelen:

- Voor zover het toepassing van sale and lease back bij aanvang van de exploitatie betreft, gelden op hoofdlijnen de nadelen die in voorgaande paragraaf m.b.t. vastgoedfondsen genoemd zijn.
- Bij sale and lease back van vastgoed in de loop van de exploitatie, betreft het doorgaans ziekenhuizen met een groter risicoprofiel.
- In geval van een default blijft de verhurende partij achter met een incurant pand.
- Door de complexiteit van het stelsel en de beleidsmatige en politieke risico's is het niet vanzelfsprekend dat de alternatieve financier alle risico's doorziet.

Conclusies

In beginsel wijken de afwegingen van alternatieve financiers ten aanzien van sale and lease back constructies met betrekking tot vastgoed van ziekenhuizen niet af ten opzichte van de afwegingen die vastgoedfondsen maken bij verhuur. Hoewel in geval van financial lease de risico's voor onderhoud bij het ziekenhuis liggen, geldt ook hier een voorkeur voor courant vastgoed met langlopende overeenkomsten. Daarbij is ook aandacht voor de kredietwaardigheid en het risicoprofiel van het ziekenhuis zelf. Zeker naarmate de courantheid van het vastgoed minder wordt is dit een belangrijke aandachtspunt. Tot zover zijn wijken de conclusies niet af ten opzichte van de conclusies uit de voorgaande paragraaf met betrekking tot vastgoedfondsen.

Voor sale and lease back van vastgoed in de loop van de exploitatie geldt dat de er doorgaans sprake is van significantere risico's. De motieven van ziekenhuizen om een dergelijk dure constructie te overwegen zijn daarbij van belang. Het toepassen van sale and lease back op vastgoed in de loop van de exploitatie gaat doorgaans dan ook samen met forse risico's. Risico's die niet altijd goed in te schatten zijn. Met een aantrekkelijk rendement in het vooruitzicht, moet daarom niet vergeten worden om inzicht te krijgen in de duurzaamheid van dit rendement.

8.4 Conclusie

Met betrekking tot de afwegingen die alternatieve financiers maken bij het al dan niet verstrekken van alternatieve financiering aan ziekenhuizen geldt dat een onderscheid gemaakt moet worden tussen de verschillende alternatieve financiers. Grofweg geldt daarbij dat verstrekkers van eigen vermogen, verstrekkers van vreemd vermogen en alternatieve financiers die het vastgoed zelf op hun balans nemen elk hun eigen afwegingen maken. De verhouding tussen risico en rendement blijft daarbij voor alle alternatieve financiers het belangrijkste. Zij trachten hier op verschillende manieren in te sturen. Verstrekkers van eigen vermogen eisen bijvoorbeeld een belangrijk aandeel in het zeggenschap over het ziekenhuis als geheel, terwijl alternatieve financiers die het vastgoed op hun balans nemen als onderdeel van de alternatieve financieringsconstructie een sterke voorkeur hebben voor de courantere vastgoed onderdelen van het ziekenhuis. Met het eigendom verzekeren zij zichzelf bovendien van een significant aandeel in het zeggenschap over het vastgoed. Zeggenschap over vastgoed is echter enkel van toegevoegde waarde als de alternatieve financier in kwestie ook over de expertise beschikt om hier een goede invulling aan te geven. Voor alternatieve financiers die na het verstrekken van de financiering op relatief grote afstand staan en gedurende de looptijd over weinig interventiemogelijkheden beschikken, zijn daarom andere afwegingen van belang. Zeker gezien de doorgaans beperkte waarde van de zekerheden die zij als onderpand voor hun financiering hebben gevestigd hebben zij veel belang bij de continuïteit van het ziekenhuis. Zij kijken bij het verstrekken van financiering dan ook zeer kritisch naar de kredietwaardigheid en het risicoprofiel van ziekenhuizen. Het inschatten van toekomstige ontwikkelingen is hierbij lastig vanwege de complexiteit van het zorgstelsel en de beleidsmatige en politieke risico's. Deze factoren gelden voor alternatieve financiers als belangrijkste reden om af te zien van financiering van ziekenhuizen. Over de volle breedte is dit een factor van betekenis.

Onderaan de streep geldt de conclusie dat rekening houdend met de afwegingen die alternatieve financiers maken, alternatieve financiering van ziekenhuizen in veel gevallen vooral een theoretisch concept blijft. Extern eigen vermogen van private equity partijen zal de ziekenhuizen pas bereiken als hogere rendementen mogelijk zijn. Daarnaast is meer systeemzekerheid van belang. Institutionele beleggers die mogelijk een rol zouden kunnen spelen met betrekking tot alternatieve financiering door middel van obligatieleningen zijn terughoudend vanwege de vaak moeilijk te doorgronden risico's waar ziekenhuizen mee te maken hebben. Risico's zijn daarbij niet per definitie te groot, maar de kennis die nodig is om ze te doorgronden is niet voor handen. Colending biedt in dit opzicht interessante mogelijkheden om geleidelijk kennis en expertise op te bouwen. Het is daarmee niet ondenkbaar dat dergelijke constructies op termijn toegepast gaan worden. Voor DBFMO geldt dat de (alternatieve) financier geen voordeel heeft bij participatie in een consortium, tenzij hij ook de voordelen geniet van de langjarige overeenkomsten die voortvloeien uit de deal. De partijen bij wie de voordelen terecht komen, zijn doorgaans echter onvoldoende kapitaalkrchtig om een wezenlijke rol te vervullen bij de financiering. Voor vastgoedfondsen geldt dat de interesse in ziekenhuisvastgoed zich beperkt tot de courantere delen die tot de zogenoemde 'buitenste schil' van een ziekenhuis gerekend worden. Hier biedt hun vastgoedkennis ook de grootste voordelen, terwijl risico's met betrekking tot leegstand en restwaarde beperkter zijn. Echt specifiek vastgoed van ziekenhuizen valt daarmee buiten de scope van vastgoedfondsen. Voor minder specifiek vastgoed dienen vastgoedfondsen zich echter wel te beseffen dat indien zij geen flexibiliteit of andere voordelen bieden, enkel ziekenhuizen zonder toegang tot reguliere

financiering een beroep op hun zullen doen. Dit komt er op neer dat zij dan voor een hogere prijs de minder goede businesscases voor hun rekening nemen. Voor sale and lease back van ziekenhuisvastgoed vanaf het begin van de exploitatie gelden dezelfde criteria. Sale and lease back van ziekenhuisvastgoed in de loop van de exploitatie geldt als zeer risicovol. De motieven van het ziekenhuis zijn hierbij een belangrijke factor. Weinig alternatieve financiers zijn bereid om dergelijke risico's voor hun rekening te nemen.

9 Perspectief van de ziekenhuizen

9.1 Inleiding

In de hoofdstuk 4 zijn een aantal criteria besproken die zorgaanbieders meewegen bij keuzen met betrekking tot de financieringsstructuur. Diepstraten (2012) stelt dat het complete afwegingskader een balans zoekt tussen het belang van kosten, risico, zeggenschap, flexibiliteit, beschikbaarheid, fiscale voordelen, externe disciplinerende en kennis. Wanneer zorgaanbieders een afwegingskader ontwikkelen, dan is het noodzakelijk dat zij gericht op de individuele casus het juiste gewicht en invulling toekennen aan de verschillende criteria. Op deze manier kan een zorgaanbieder vaststellen wat de meest passende financieringsstructuur is en voor welke financieringsinstrumenten een voorkeur bestaat.

Hierin zitten altijd een aantal keuzes verscholen die een zekere mate van subjectiviteit kennen. Verschillende zaken kunnen daarbij tegen elkaar worden uitgeruild. Daarbij kunnen bijvoorbeeld hogere kosten worden geaccepteerd in ruil voor flexibiliteit, of externe kennis in ruil voor een stuk zeggenschap. Belangrijk is het besef dat er geen generieke oplossing bestaat die toepasbaar is op alle casuïstiek.

In hoofdstuk 6 zijn de verschillende alternatieve financieringsvormen al omschreven aan de hand van de afwegingscriteria die voor ziekenhuizen van belang geacht worden. Dit was echter nog vooral een feitelijke omschrijving vanuit de theorie. In dit hoofdstuk wordt nader ingegaan op de weging die ziekenhuizen toekennen aan de verschillende criteria. Vervolgens wordt bekeken hoe de afwegingen van ziekenhuizen zich verhouden tot de onderzochte alternatieve financieringsvormen. Voor- en nadelen worden hierbij opgesomd. Per financieringsvorm wordt tot slot vastgesteld wat dit concreet betekent voor de toepasbaarheid van het alternatieve financieringsinstrument bij ziekenhuizen. Op basis daarvan wordt vastgesteld welke vormen van alternatieve financiering vanuit het perspectief van ziekenhuizen het meest kansrijk zijn.

9.2 Afwegingen ziekenhuizen

Als onderdeel van het onderzoek van Campman (2013) naar vastgoedfinanciering in de cure hebben interviews met ziekenhuizen plaats gevonden, die er op gericht waren om inzicht te krijgen in de afwegingen die ziekenhuizen maken bij keuzes met betrekking tot alternatieve financieringsinstrumenten. Daarbij zijn afwegingen met betrekking tot kosten, risico's zeggenschap, flexibiliteit en vastgoedkennis besproken. Om de omvang van dit onderzoek binnen de perken te houden, is er voor gekozen om ten behoeve van onderstaande uitwerking met betrekking tot de afwegingen van ziekenhuizen gebruik te maken van de verslagen van Campman. Hiermee ontstaat meer inzicht in de afwegingen die in de praktijk gemaakt worden vanuit het perspectief van het ziekenhuis.

Kosten

Uit eerder onderzoek (Campman 2013) is gebleken dat hogere financieringskosten voor ziekenhuizen niet op voorhand reden zijn om alternatieve financiering af te wijzen, mits tegenover de hogere kosten ook voldoende voordelen staan. Deze voordelen kunnen bestaan uit een grotere financierbaarheid en het overdragen van bepaalde risico's zoals het leegstandsrisico en het eindwaarderisico. In mindere mate wordt het overdragen van onderhouds- en exploitatierisico's met betrekking tot vastgoed genoemd. Ziekenhuizen zien de inbreng van vastgoedkennis daarbij als een factor die onderaan de streep voordeel op kan leveren vanwege te realiseren efficiencywinst. Tot slot hebben sommige ziekenhuizen aangegeven de afhankelijkheid van banken te willen verkleinen. Het toetreden van andere partijen moet de mededinging vergroten en uiteindelijk leiden tot een betere onderhandelingspositie.

Risico

Zoals in voorgaande passage genoemd zijn ziekenhuizen bereid om een hogere prijs te betalen indien in ruil hiervoor bepaalde risico's overgedragen kunnen worden aan andere partijen. Het overdragen van risico's met betrekking tot vastgoed is vooral aan de orde bij financieringsvormen waarbij het vastgoed niet op de balans van het ziekenhuis staat. Bij langjarige huur- of leasecontracten vervalt het voordeel met betrekking tot het leegstandsrisico. In geval van 'financial lease' dienen ze bovendien alsnog op de balans van een ziekenhuis geactiveerd te worden.

Zeggenschap

Ziekenhuizen beseffen goed dat het overdragen van risico's samen gaat met het verlies van zeggenschap. Zeker verlies van zeggenschap met betrekking tot vastgoedkeuzes die veel impact hebben op het zorgproces ligt bijzonder gevoelig. Dit weegt onder andere mee bij de keuze voor 'on balance' of 'off balance'. Zeggenschap van vastgoedpartijen mag geen impact hebben op het zorgproces. Het winstoogmerk van vastgoedpartijen en het veronderstelde gebrek aan kennis over zorgprocessen worden hierbij als redenen aangevoerd. Indien een vastgoed partij wel zeggenschap heeft over vastgoed van een ziekenhuis, dan wordt er veel waarde gehecht aan een goede governance om tegengestelde belangen te ordenen. Naarmate het vastgoed meer op afstand staat van het primaire zorgproces wordt zeggenschap minder belangrijk voor ziekenhuizen.

Het primaat met betrekking tot de zeggenschap over het ziekenhuis zelf ligt vooralsnog vooral bij het ziekenhuis (waarbij de invloed van de medisch specialisten over het algemeen groot geacht wordt). Ziekenhuizen stellen dat de externe disciplinerende van financiers ook een wezenlijke rol speelt. Dit kan er toe bijdragen dat strategische en beleidsmatige keuzes beter overwogen worden.

Flexibiliteit

In een sterk veranderende omgeving waarbinnen ziekenhuizen opereren is het van belang flexibel te zijn. Stenen vormen daarbij doorgaans het minst flexibele deel van een ziekenhuis. Zeker het commitment dat specifiek vastgoed vraagt kan bij verkeerde keuzes of onverwachte ontwikkelingen een blok aan het been worden. Ziekenhuizen willen hun vastgoed bij voorkeur zowel in kwantitatief opzicht als in kwalitatief opzicht zo veel mogelijk mee kunnen laten bewegen met veranderingen. Ook financiële flexibiliteit heeft de aandacht. Over het algemeen wordt de gouden balans regel hierbij wel gehanteerd; langlopende verplichtingen worden doorgaans met langlopende leningen gefinancierd. Het herfinancieringsrisico wordt hiermee beperkt. Renterisico's die hierbij genomen worden lopen uiteen. Leningen met lange rentevaste perioden hebben in de huidige periode een hogere prijs, maar beperken wel het renterisico. Met verantwoord gebruik van derivaten, swaps en gedeeltelijk kortlopende leningen wordt toch enige financiële flexibiliteit ingebouwd.

Vastgoedkennis

Vastgoed is niet de core business van ziekenhuizen. Zeker voor kleinere ziekenhuizen geldt dat er weinig vastgoedkennis in huis is. Breed geldt echter de perceptie dat er meer efficiency, doelmatigheid en kwaliteit gerealiseerd kan worden met betrekking tot vastgoed inzien er meer kennis in huis zou zijn. Dit geldt zowel op strategisch als op operationeel niveau. De externe vastgoedkennis die regelmatig wordt ingehuurd draagt hier weliswaar aan bij, maar biedt geen basis voor structureel beleid.

9.3 Toepasbaarheid op basis van afwegingen van ziekenhuizen

In voorgaande paragraaf is inzicht verschaft in de afwegingen die ziekenhuizen maken ten aanzien van financiering. Deze afwegingen worden in deze paragraaf geprojecteerd op de verschillende financieringsvormen teneinde inzicht te krijgen in de aantrekkelijkheid vanuit het perspectief van het ziekenhuis. Dit is een belangrijke factor voor het vaststellen van de toepasbaarheid van de onderzochte financieringsvormen bij ziekenhuizen.

9.3.1 Extern eigen vermogen

Op basis van de pikordetheorie, een van de klassieke financieringstheorieën die besproken is in hoofdstuk 4, wordt gesteld dat het aantrekken van extern eigen vermogen ten behoeve van investeringen pas plaats vindt wanneer de mogelijkheden tot het aantrekken van vreemd vermogen zijn uitgeput. Gezien de traditioneel sterke afhankelijkheid van vreemd vermogen en de grote onzekerheden omtrent de toekomstige beschikbaarheid van vreemd vermogen komt het aantrekken van extern eigen vermogen echter steeds meer in beeld als een reëel alternatief voor de financiering van (vastgoed)investeringen van ziekenhuizen middels vreemd vermogen.

Tot dusver is er in Nederland desondanks geen voorbeeld voor handen van een financieel gezond algemeen ziekenhuis, dat gebruik maakt van (privaat gefinancierd) extern eigen vermogen ten behoeve van financiering van (vastgoed)investeringen. Ook versterking van het eigen vermogen middels extern eigen vermogen, teneinde minder afhankelijk te zijn van verstrekkers van vreemd vermogen is tot dusver niet aan de orde geweest bij financieel gezonde ziekenhuizen. Enkel bij ziekenhuizen met grote financiële problemen, hebben verstrekkers van extern eigen vermogen (doorgaans na sanering voor rekening van de verstrekkers van

vreemd vermogen) een aandeel in het eigendom van ziekenhuizen verworven. Zelfstandige behandelcentra die door private investeerders zijn opgericht, buiten beschouwing gelaten.

Maatschappelijk gezien bestaat er veel vrees dat private partijen ziekenhuizen financieel uit zullen kleden. Het wetsvoorstel dat er toe had moeten leiden dat winstuitkering bij ziekenhuizen wordt toegestaan teneinde het aantrekken van investeerders gemakkelijker te maken is niet voor niets zo controversieel. De voorwaarden die aan het wetsvoorstel verbonden zijn, zijn echter dusdanig streng dat 'het snelle geld' fors wordt afgeschrikt. Aanvullend op de voorwaarden die de overheid stelt, zijn andere financiers bovendien vrij om aanvullende voorwaarden te stellen. Hoewel er in de praktijk veel wettelijk toegestane manieren zijn om vermogen aan een ziekenhuis te onttrekken, zal transparante uitkering van winst echter voorlopig onder een vergrootglas liggen.

Vanuit het perspectief van het ziekenhuis hebben constructies met extern eigen vermogen zeer veel impact op de organisatie. Doordat een partij risicodragend investeert en daarbij een deel van het eigendom verwerft, heeft hij veel invloed op de algehele bedrijfsvoering van het ziekenhuis. Waar een verstrekker van vreemd vermogen van buitenaf een beperkte invloed heeft, geldt bij verstrekkers van extern eigen vermogen dat zij van binnenuit meebeslissen; zeker indien een private equity partij een aanmerkelijk belang verwerft, zal deze op de stoel van de bestuurder zitten en het primaat naar zich toestrekken. Hiertoe wordt wel betere management en sturingsinformatie geëist dan ziekenhuizen vooralsnog kunnen bieden.

Gelijkgerichtheid met een eenduidige visie ten aanzien van de missie en strategie is daarbij cruciaal bij toetreding van private partijen. Een gelijk (financieel) belang kan daarbij een sleutel voor een succesvolle samenwerking zijn; gelijkgerichte prikkels zijn vaak een meer effectief sturingsinstrument dan contractuele overeenkomsten. Bij de vormgeving van de governance dient hier veel aandacht voor te zijn. Indien de toetreding van private equity als 'vijandige overname' wordt gezien, komen veel potentiële voordelen te vervallen.

Met het oog op het bewerkstelligen van meer gelijkgerichtheid onder interne stakeholders is participatie van medisch specialisten ook nog een variant om externe eigen vermogen aan te trekken. Medisch specialisten zijn echter niet dusdanig kapitaalkrachtig, dat hun financiële inbreng binnen de algehele financieringsstructuur een significante positie in zou kunnen vullen. Met het oog op het vormgeven van organisatiemodellen die meer rendement opleveren voor private equity partijen, kan participatie van specialisten echter wel een pré zijn. Vooral met het oog op het realiseren van meer gelijkgerichtheid.

Bij een goed vormgegeven governance met gelijkgerichte belangen kunnen private equity partijen veel kennis toevoegen die een ziekenhuis helpt om effectiever en kwalitatief beter te opereren. Het ligt daarbij meer voor de hand dat een partij met kennis van zorg in een ziekenhuis investeert, dan een partij met kennis van vastgoed. Dit is ook noodzakelijk om de rendementen die verstrekkers van extern eigen vermogen eisen te kunnen realiseren. Dergelijke rendementen zijn binnen de huidige organisatiemodellen van algemene ziekenhuizen niet te realiseren; de bestaande structuren bieden onvoldoende prikkels tot maximalisatie van winst.

Op papier heeft extern eigen vermogen dus vooral veel voordelen, mits de governance dusdanig wordt vormgegeven. De belangrijkste reden waarom het er op lijkt dat ziekenhuizen desondanks niet staan te springen om private partijen te laten participeren, is het maatschappelijke oogpunt. Het uit handen geven van het primaat aan een partij met een commercieel belang gaat tegen de fundamentele in waarop de meeste ziekenhuizen zijn gebouwd. Daarbij is bovendien nog geen antwoord gevonden op de vraag welk bedrag betaald moet worden voor (een aandeel in) een ziekenhuis dat is opgebouwd met maatschappelijk kapitaal. Bij een te lage prijs lekt er immers publiek geld weg naar private investeerders (Berden e.a., 2015).

Alles overwegende, leidt dit tot de volgende voor- en nadelen:

Voordelen

- Extern eigen vermogen is voor lange termijn beschikbaar, er is dus geen herfinancieringsrisico.
- Er is geen renterisico.
- Het kan het aantrekken van vreemd vermogen makkelijker en goedkoper maken.

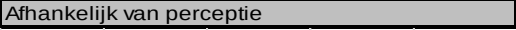
- De verstrekker van extern eigen vermogen heeft belang bij maximering van het rendement en waardecreatie voor de lange termijn.

Nadelen

- Private partijen hechten minder belang aan de maatschappelijke rol van het ziekenhuis (dit hoeft niet per sé ten koste te gaan van de kwaliteit van de zorg).
- Verschil in inzicht met betrekking tot de identiteit, de waarden, de cultuur en de lange termijnvisie kan tot grote conflicten en een onbestuurbaar ziekenhuis leiden.
- Wijziging van rechtsvorm kan tot fiscale verplichtingen leiden.

Conclusie

Het is lastig om de toepasbaarheid van extern vermogen bij ziekenhuizen vanuit de afwegingen als kosten, risico, zeggenschap, flexibiliteit en vastgoedkennis te benaderen. De impact op het eigendom en in samenhang daarmee de verdeling van zeggenschap is groot. Potentiele voordelen zijn alleen te realiseren als er sprake is van gelijkgerichte belangen en een breed draagvlak. Vanuit deze optiek kan participatie door medisch specialisten positief bijdragen aan de gelijkgerichtheid bij interne stakeholders. Medisch specialisten zijn echter niet dusdanig kapitaalkrachtig, dat zij in staat zijn om een significante bijdrage te leveren in de financieringsbehoefte van een ziekenhuis.

		Gunstig	Ongunstig
Kosten	<i>Laag</i>		<i>Hoog</i>
Risico	<i>Beperkt</i>		<i>Groot</i>
Zeggenschap	<i>Veel</i>		<i>Beperkt</i>
Flexibiliteit	<i>Groot</i>		<i>Beperkt</i>
Vastgoedkennis	<i>Veel</i>		<i>Weinig</i>
Overall aantrekkelijkheid	<i>Groot</i>		<i>Klein</i>

Figuur 9.1, overzicht afwegingen ziekenhuizen m.b.t extern eigen vermogen

9.3.2 Obligatieleningen

Obligatieleningen wijken in basisprincipe niet veel af van bancaire leningen. Zeggenschap en inbreng van vastgoedkennis vanuit obligatiehouders is beperkt. Het eigendom van vastgoed betekent echter ook dat het een stuk lastiger is om mee te ademen met fluctuaties in de omvang van de productie. Daarnaast betekent eigendom dat risico's voor ontwikkeling, onderhoud en exploitatie in beginsel bij het ziekenhuis terecht komen. De zeggenschap die het eigendom van het vastgoed biedt schept daarmee veel flexibiliteit met betrekking tot functionele aanpassingen die nodig zijn om aansluiting te houden op de laatste ontwikkelingen. Zeker voor vastgoed dat van groot belang is voor de primaire processen van een ziekenhuis is dit laatste een zwaar wegend aspect. Bij het vastgoed dat tot de kern van het ziekenhuis behoort, past dus een financieringsvorm die het ziekenhuis de mogelijkheid biedt om dit vastgoed zelf te bezitten. Obligaties bieden deze mogelijkheid.

Obligatieleningen kunnen hierbij een alternatief voor, of toevoeging op, bancaire financiering zijn. Het grote verschil ten opzichte van bancaire leningen is dat een ziekenhuis bij het uitgeven van obligaties zelf de geldmarkt op kan (vaak wel met behulp van een tussenpersoon), zonder tussenkomst van de bank. Het voordeel hiervan is dat bij een emissie zelf de voorwaarden bepaald kunnen worden. Alle eenzijdige 'break clauses' die tegenwoordig praktijk zijn in de leningovereenkomsten van banken kunnen daarbij achterwege gelaten worden. Uiteraard geldt dat deze voorwaarden vervolgens wel dusdanig moeten zijn, dat kapitaalverstrekkers bereid zijn de obligaties te kopen. Daarbij kijken kapitaalverstrekkers niet alleen naar de voorwaarden van de obligatielening, maar ook naar de kredietwaardigheid en het risicoprofiel van het ziekenhuis zelf. Afgaande op andere sectoren en branches waar financiering middels obligatieleningen heel gebruikelijke is, kan echter gesteld worden dat de kosten van een obligatielening concurrerend zijn. Hier geldt dat er sprake is van een markt met vraag en aanbod.

Met betrekking tot verdeling van risico's is enig maatwerk mogelijk. Een obligatie kan gekoppeld zijn aan (gedeelde) zekerheden, maar ook uitgaan van objectfinanciering of achtergesteld zijn. Deze mogelijkheid tot

maatwerk is gunstig vanuit het perspectief van het ziekenhuis. Ook over de looptijden en aflossingsschema's. Ook hier geldt dat er sprake is van een markt met vraag en aanbod. Wanneer risico en rendement niet in verhouding staan, is de kans groot dat er vanuit de markt geen interesse bestaat in een obligatielening. Transactiekosten voor een emissie zijn daarbij sowieso hoger vergeleken met bancaire financiering.

Een ander aandachtspunt is de toegang tot werkkapitaal die beperkt kan worden als het risicodragende aandeel van banken in de financiering terugloopt.

Alles overwegende, leidt dit tot de volgende voor- en nadelen:

Voordelen:

- Met uitgifte van obligaties wordt de totale financieringscapaciteit vergroot.
- Uitgifte van obligaties vermindert de afhankelijkheid van een beperkt aantal banken, waardoor de mededinging verbeterd wordt.
- Obligatieleningen bieden m.b.t. de condities meer mogelijkheden tot maatwerk in vergelijking met bancaire leningen.
- Bij gelijke voorwaarden goed inpasbaar in de bestaande financieringsstructuur (vooruitlopend op hoofdstuk 10)
- Behoud van zeggenschap over het vastgoed en het ziekenhuis.

Nadelen:

- Transactiekosten kunnen hoger zijn (emissiekosten).
- Een emissie is geen garantie voor het ophalen van financiering.
- Beperkt toegang tot werkkapitaal vergeleken met bancaire financiering.
- Bij kortere looptijden is er sprake van herfinancieringsrisico's.

Conclusie

Obligatieleningen kunnen voor ziekenhuizen een goede aanvulling vormen op de bestaande leningenportefeuille van bancaire leningen. Daarmee bieden zij voor ziekenhuizen mogelijk een antwoord op de teruglopende beschikbaarheid van bancaire leningen. Bovendien biedt een obligatielening de mogelijkheid om zelf de condities vorm te geven, waarbij vervelende clausules die banken in hun overeenkomsten opnemen mogelijk deels achterwege gelaten kunnen worden. De kosten van een emissie dienen wel in verhouding te staan met de omvang van de financieringsbehoefte. Daarnaast is een emissie geen garantie voor het daadwerkelijk ophalen van financiering. Bij een geslaagde emissie is de toegang tot werkkapitaal vervolgens een belangrijk aandachtspunt; kopers van obligatieleningen kunnen hier doorgaans geen rol in vervullen in geval van nood. Blijvende risicodragende betrokkenheid van een bank blijft daarmee van belang.

		Gunstig	Ongunstig
Kosten	<i>Laag</i>	Bij gelijke senioriteit vergelijkbaar met bancaire	<i>Hoog</i>
Risico	<i>Beperkt</i>	Vastgoedrisico's blijven bij ziekenhuis	<i>Groot</i>
Zeggenschap	<i>Veel</i>		<i>Beperkt</i>
Flexibiliteit	<i>Groot</i>	Kwantitatief beperkt, kwalitatief groot	<i>Beperkt</i>
Vastgoedkennis	<i>Veel</i>		<i>Weinig</i>
Overall aantrekkelijkheid	<i>Groot</i>		<i>Klein</i>

Figuur 9.2, overzicht afwegingen ziekenhuizen m.b.t. obligatieleningen

9.3.3 Co-lending

Co-lending waarbij institutionele beleggers toetreden tot het financieringsconsortium is vanuit het perspectief van de zorgaanbieder op veel punten vergelijkbaar met gewone bancaire financiering en obligatieleningen. Het voordeel ten opzichte van obligatieleningen is dat er geen emissie plaats hoeft te vinden; de institutionele beleggers nemen bij afsluiting van de lening al direct een deel van de financiering voor hun rekening. Banken vervullen daarbij een intermediaire rol, waardoor het ziekenhuis niet zelf 'de markt op' moet. Kosten en risico's die samenhangen met de emissie kunnen daarmee gereduceerd worden.

Wel ontstaat er meer flexibiliteit in het financieringsarrangement indien er een alternatieve partij wordt toegevoegd. Sowieso vergroot het direct de financieringscapaciteit. Zeker voor ziekenhuizen van grote omvang kan dit een zeer welkome of zelfs noodzakelijke toevoeging zijn. Gezien het beperkte aantal banken dat in Nederland actief is met het financieren van ziekenhuizen, is elke aanvulling immers welkom. Minder afhankelijkheid van het gebruikelijke consortium van banken kan de onderhandelingspositie van ziekenhuizen bij het afsluiten van nieuwe leningen weer wat verbeteren.

Als belangrijkste nadeel van co-lending moet gedacht worden aan de rol die alternatieve partijen kunnen spelen als een ziekenhuis in de problemen komt. Dergelijke partijen zijn doorgaans niet in de positie om werkkapitaal te verschaffen als hiertoe noodzaak ontstaat. Als het een buitenlandse partij betreft, zal het bovendien lastig zijn de beleidsmatige context van eventuele problemen uit te leggen.

Alles overwegende, leidt dit tot de volgende voor- en nadelen:

Voordelen:

- Met het toetreden van alternatieve partijen tot het financieringsarrangement wordt de totale financieringscapaciteit vergroot.
- Toevoeging van alternatieve financiers vermindert de afhankelijkheid van een beperkt aantal banken, waardoor de mededinging verbeterd wordt.
- Obligatieleningen bieden m.b.t. de condities meer mogelijkheden tot maatwerk dan bancaire leningen.
- Bij gelijke voorwaarden goed inpasbaar in de bestaande financieringsstructuur (vooruitlopend op hoofdstuk 10)
- Behoud van zeggenschap over het vastgoed en het ziekenhuis.

Nadelen:

- Als institutionele beleggers een te grote rol innemen in het financieringsconsortium, dan kan dit ten koste gaan van toegang tot werkkapitaal.
- Bij te korte looptijden kunnen herfinancieringsrisico's toenemen.

Conclusie

Co-lening door toetreding van institutionele beleggers tot financieringsconsortia kan voor ziekenhuizen een zeer welkome aanvulling op het bestaande financieringsarrangement zijn. Vooral met het oog op vergroting van de financieringscapaciteit en verbetering van de mededinging. Dit laatste moet leiden tot verbetering van de onderhandelingspositie die ziekenhuizen hebben ten opzichte van banken. De inbreng van institutionele beleggers kan daarbij ook een complementaire rol vervullen, waardoor meer mogelijkheden tot maatwerk ontstaan.

Een aandachtspunt voor ziekenhuizen waar institutionele beleggers een significante rol gaan spelen binnen het financieringsconsortium, is wel de toegankelijkheid tot werkkapitaal. Risicodragende betrokkenheid van minimaal een bank die in staat is om rekening courant faciliteiten te bieden indien hier noodzaak toe bestaat kan cruciaal zijn. Zonder risicovolle betrokkenheid van een bank zal de neiging om over de brug te komen als er nood aan de man is beperkter zijn. De waarde van een overeenkomst met betrekking tot dergelijke faciliteiten moet dan blijken.

		Gunstig	Ongunstig
Kosten	<i>Laag</i>	Bij gelijke senioriteit vergelijkbaar met bancaire	<i>Hoog</i>
Risico	<i>Beperkt</i>	Vastgoedrisico's blijven bij ziekenhuis	<i>Groot</i>
Zeggenschap	<i>Veel</i>		<i>Beperkt</i>
Flexibiliteit	<i>Groot</i>	Kwantitatief beperkt, kwalitatief groot	<i>Beperkt</i>
Vastgoedkennis	<i>Veel</i>		<i>Weinig</i>
Overall aantrekkelijkheid	<i>Groot</i>		<i>Klein</i>

Figuur 9.3, overzicht afwegingen ziekenhuizen m.b.t. co-lending

9.3.4 DBFMO

Voor DBFMO geldt dat het vooral geschikt is voor de financiering van infrastructuur en vastgoed waarvan het gebruik gedurende de levensduur niet veel zal veranderen. Het feit dat alles op voorhand contractueel vastgelegd moet worden, verhoudt zich uitermate slecht tot de dynamische omgeving waarbinnen een ziekenhuis opereert. Een snelweg is een snelweg en een brug is een brug; het gebruik hiervan zal tijdens de levensduur niet veel wijzigen. Voor een ziekenhuis ligt dit anders. Dat moet contractueel wel goed afgedicht kunnen worden. Als dat al te realiseren is, dan leidt dit tot enorme handlingskosten.

Dit betekent dat DBFMO contracten ten koste zullen gaan van de functionele flexibiliteit van ziekenhuizen. Daarbij is het ook de vraag of partijen die deel uit maken van DBFMO consortia wel voldoende kennis hebben van de primaire processen in een ziekenhuis. Enkel kennis van vastgoed is bij zeer specifieke delen van een ziekenhuis niet afdoende. Zeker voor de specifieke onderdelen van een ziekenhuis kan daarom gesteld worden dat DBFMO vanuit dit oogpunt onaantrekkelijk is. Bij de 'buitenste schil' van het ziekenhuis is dit een minder groot bezwaar.

Vervolgens ontstaat de vraag hoe afspraken door de tijd heen beheerd kunnen worden, want het is in geval van een ziekenhuis onmogelijk om alles op voorhand vast te leggen. Er is een grote kans aanwezig dat dit voortdurend tot trammelant leidt gedurende de looptijd van contracten. Daarbij blijkt in de praktijk dat de private kant vaak beter in staat is om dergelijke contracten naar hun hand te zetten dan de publieke kant; de lusten komen daardoor bij de private partijen en de lasten bij de publieke partijen. Dat is vanuit het perspectief van het ziekenhuis niet de bedoeling. De theoretische voordelen komen daarbij in de praktijk niet naar voren.

Het correct vormgeven van de prikkels blijkt bij de vormgeving van contracten heel lastig. Bij een ziekenhuis geldt dan bovendien nog de extra complexiteit van het integraal aanbesteden. Dit is niet te doen voor de gemiddelde aannemer, waardoor er in de praktijk weer sprake zal zijn van onder aanneming. Die onderaannemers hebben niks met het integrale aspect van DBFMO. Daarmee is het dus een utopie dat de tegenpartij van het ziekenhuis hetzelfde integrale voor ogen heeft. In de uitvoering defragmenteert dat.

Al met al is DBFMO daarmee voor een ziekenhuis geen substituut voor gebrek aan kennis, expertise en ervaring. Het uitbesteden de beste manier om veel te veel te betalen voor iets wat überhaupt niet aan de vraag voldoet.

Alles overwegende, leidt dit tot de volgende voor- en nadelen:

Voordelen:

- Het toevoegen van kennis en expertise in combinatie met de juiste prikkels kan veel kwaliteits- en efficiencywinst opleveren.
- Bij een sluitend contract zijn de kosten vooraf duidelijk.
- Het vastgoedbeheer van een ziekenhuis kan bij een DBFMO veel meer 'lean' georganiseerd worden, waardoor meer focus kan ontstaan bij het ziekenhuis.

Nadelen:

- Zeer complexe contracten en daardoor hoge transactiekosten, met het risico dat veel risico's alsnog eenzijdig bij de gebruiker liggen en voordelen juist onvoldoende bij de gebruiker terecht komen.

- Uitbesteden betekent weliswaar dat de eigen organisatie meer lean vormgegeven kan worden, goed opdrachtgeverschap vergt echter ook kennis, expertise van een ziekenhuis met betrekking tot vastgoed.
- Weinig zeggenschap over het vastgoed.
- Contracten met lange looptijden, doorgaans de gehele levensduur van het vastgoed.
- DBFMO gaat uit van 'steady state', terwijl het gebruik van het vastgoed juist om dynamiek vraagt. Dit gebrek aan flexibiliteit beperkt een ziekenhuis in zijn mogelijkheden om mee te bewegen op veranderingen.
- Vastgoedkennis is niet hetzelfde als kennis van de zorgsector. Zeker bij specifiek vastgoed dat veel impact heeft op de primaire processen is het de vraag hoeveel toegevoegde waarde een DBFMO consortium kan leveren.

Conclusie

De voordelen die DBFMO in theorie biedt, zijn bij toepassing bij specifiek vastgoed van ziekenhuizen niet aan de orde. Het dynamische gebruik van het vastgoed met veel tussentijdse functionele aanpassingen is niet te vertalen naar DBFMO contracten. Toepassing van DBFMO zal dan ook onvermijdelijk en koste gaan van de functionele flexibiliteit van ziekenhuizen. Bovendien vraagt een goede vormgeving van DBFMO contracten veel kennis en expertise. Ongunstige contracten leiden er toe dat kosten en risico's alsnog bij het ziekenhuis belangen. Met dezelfde kennis en expertise zijn ziekenhuizen goed in staat om de afzonderlijke delen van DBFMO zelfstandig in te vullen.

		Gunstig	Ongunstig
Kosten	<i>Laag</i>	Belangrijk aandachtspunt bij contractvorming	<i>Hoog</i>
Risico	<i>Beperkt</i>	Belangrijk aandachtspunt bij contractvorming	<i>Groot</i>
Zeggenschap	<i>Veel</i>	Over vastgoed beperkt, over ZH veel	<i>Beperkt</i>
Flexibiliteit	<i>Groot</i>		<i>Beperkt</i>
Vastgoedkennis	<i>Veel</i>		<i>Weinig</i>
Overall aantrekkelijkheid	<i>Groot</i>		<i>Klein</i>

Figuur 9.4, overzicht afwegingen ziekenhuizen m.b.t DBFMO

9.3.5 Vastgoedfonds

Het huren van vastgoed bij een vastgoedfonds, biedt verschillende voordelen voor ziekenhuizen. Allereerst is er meer focus op de core business. Ziekenhuizen zijn er immers om zorg te leveren, niet om vastgoed te ontwikkelen en onderhouden. Als deze activiteiten en de daarmee samenhangende risico's aan een andere partij overgedragen kan worden, dan is dat vanuit het oogpunt van focus gunstig. De kennis en expertise die gespecialiseerde partijen inbrengen, kan bovendien vertaald worden naar een betere kwaliteit en efficiency. Aandachtspunt is dat deze voordelen ten minste deels terugvloeien naar het ziekenhuis.

Dat huur van vastgoed in beginsel duurder is dan eigendom, is een feit. Dat betekent dat huur enkel aantrekkelijk is als andere voordelen meewegen. Flexibiliteit is een van deze voordelen, maar is enkel aan de orde als het huurcontract significant korter is dan de levensduur van het vastgoed. Hieromtrent is al gebleken dat vastgoedfondsen enkel voor multifunctioneel en courant vastgoed bereid zijn om kortere contracten af te sluiten. Vastgoed in de 'buitenste schil' van het ziekenhuis komt hiervoor in aanmerking. Vanuit het perspectief van het ziekenhuis is daarbij van belang dat dit vastgoed minder ingrijpt op de primaire processen, waardoor de bezwaren voor het uit handen geven van zeggenschap beperkter zijn. Het uit handen geven van zeggenschap met betrekking tot vastgoed dat tot de kern van het ziekenhuis behoort, zou de flexibiliteit dusdanig beperken, dat het ten koste gaat van de noodzakelijke wendbaarheid van het ziekenhuis. Bovendien hebben vastgoedfondsen onvoldoende kennis over dit zeer specifieke vastgoed, waardoor zij op dit punt niks toe kunnen voegen. Voor vastgoed dat tot de buitenste schil van een ziekenhuis behoort, zijn vastgoedfondsen bovendien veel beter geëquipeerd met betrekking tot kennis en expertise. Vanuit het perspectief van het ziekenhuis kunnen vastgoedfondsen daarmee vooral een aantrekkelijke partner zijn als het gaat om vastgoed dat tot de buitenste schil behoort. Het kan dan gaan om kantoren, parkeergelegenheden, commerciële ruimtes, beddenhuizen en behandelruimten voor niet complexe zorg.

Alles overwegende, leidt dit tot de volgende voor- en nadelen:

Voordelen

- Indien het huurcontract dat korter is dan de levensduur van het vastgoed levert huur van een vastgoedfonds flexibiliteit op in vergelijking met een eigendomssituatie.
- Geen investeringskosten (lagere exploitatiekosten bij aanvang van de investering in verhouding met een eigendomssituatie met financiering op basis van een lineaire aflossende lening).
- Huur kan leiden tot verkorting van de balans (voor huurcontracten met een lange looptijd kan gelden dat ze wel geactiveerd dienen te worden op de balans).
- Risico's voor ontwikkeling en onderhoud zijn overdraagbaar.
- Voor het ziekenhuis zijn er geen risico's m.b.t. herfinanciering.
- Meer focus op de zorgverlening.

Nadelen

- Beperking van zeggenschap van het ziekenhuis over het vastgoed, daardoor minder invloed op operationele aspecten en onderhoud.
- In geval van langjarige huurcontracten is er sprake van beperking van de flexibiliteit.
- Risico op tegenstrijdige belangen tussen het ziekenhuis en het vastgoedfonds.
- Hogere huisvestingslasten dan bij eigendomssituatie

Conclusie

Motieven om te kiezen voor huur van vastgoed bij een vastgoedfonds kunnen voortkomen uit het streven naar focus, het realiseren van efficiencywinst en/of kwaliteitsverbetering middels externe kennis en expertise, het realiseren, het beperken van risico's en het realiseren van extra flexibiliteit in de vastgoedportefeuille. Dit laatste is alleen aan de orde als de looptijd van de huurcontracten wezenlijk korter is dan de economische levensduur van het vastgoed. Tot slot kan gebrek aan mogelijkheden om financiering te verwerven voor het zelf realiseren van vastgoedinvesteringen een reden zijn om in zeer te gaan met een vastgoedfonds.

Tegelijkertijd zijn er ook redenen om niet te kiezen voor huur van vastgoed bij een vastgoedfonds. Genoemd werd al onvoldoende voordeel met betrekking tot het verleggen van risico's als gevolg van een langjarig huurcontract. Ook de kosten kunnen een overweging zijn om niet met een vastgoedfonds in zee te gaan; de rendementseis van vastgoedfondsen liggen doorgaans hoger dan de kosten van bancaire financiering (indien beschikbaar). Een laatste, maar zwaarwegend aspect, is het zeggenschap. Zeker voor zeer specifiek vastgoed dat sterk ingrijpt op de primaire processen van een ziekenhuis is het niet wenselijk om het zeggenschap aan een andere partij over te dragen. Ziekenhuizen hebben voorts een sterke voorkeur voor eigendom als het gaat om vastgoed dat tot de zogenoemde binnenste schil van het ziekenhuis gerekend wordt. Voor vastgoed dat minder impact heeft op de primaire processen, is deze terughoudendheid veel minder aan de orde.

		Gunstig	Ongunstig
Kosten	<i>Laag</i>		<i>Hoog</i>
Risico	<i>Beperkt</i>	Demarcatie blijft wel aandachtspunt	<i>Groot</i>
Zeggenschap	<i>Veel</i>	Over vastgoed beperkt, over ZH veel	<i>Beperkt</i>
Flexibiliteit	<i>Groot</i>	Tenzij huurcontracten kortlopend zijn	<i>Beperkt</i>
Vastgoedkennis	<i>Veel</i>		<i>Weinig</i>
Overall aantrekkelijkheid	<i>Groot</i>	Afhankelijk van onderdeel ziekenhuis	<i>Klein</i>

Figuur 9.5, overzicht afwegingen ziekenhuizen m.b.t. vastgoedfondsen

9.3.6 Sale and lease back

Voor niks gaat alleen de zon op, zo luidt het gezegde. Dit is ook bij sale and lease back het geval. Meerwijk e.a. (2005) stelt dat in de praktijk blijkt dat veel organisaties de beslissing voor het al dan niet aangaan van een sale-leaseback-transactie baseren op directe financiële veranderingen in kasstromen. Hierbij worden aspecten met betrekking tot risico's en minder snel te kwantificeren operationele aspecten door gebrek aan inzicht veelal buiten beschouwing gelaten. Ook de totale kosten over gehele looptijd van sale and lease back contracten zijn niet altijd goed in beeld.

Het is dus van belang dat ziekenhuizen zicht niet alleen focussen op de voordelen bij aanvang, maar oog hebben voor de kosten over de gehele looptijd. Daarbij geldt dat een hoge opbrengst (zeker bij incourant vastgoed) alleen mogelijk is bij een langjarig en duur (veelal geïndexeerd) huurcontract. Per saldo zullen de kosten daarmee altijd hoger uitkomen dan bij reguliere bancaire financiering. Bovendien hebben langlopende contracten een ongunstig effect op de flexibiliteit van het ziekenhuis.

Voor wat betreft de overdracht van risico's zijn vele varianten mogelijk. Als alle risico's met betrekking tot onderhoud en exploitatie bij het ziekenhuis blijven liggen, dan kan sale and lease back nog duurder uitpakken. Het is daarom van belang dat bij het opstellen van het contract expliciet duidelijk wordt wat het doel is van de rendementsvergoeding. Deze en andere aandachtspunten worden ook genoemd in de publicatie van Linssen (2015) over de 'Do's en dont's bij sale and leaseback in de zorg'.

Operationele lease kan daarbij wel nog aanvullende voordelen opleveren als beleggers specifieke kennis in kunnen brengen. Met specifieke kennis kan soms tegen geringere kosten betere kwaliteit gerealiseerd worden. Risico's met betrekking tot ontwikkeling en onderhoud kunnen daarbij uit handen gegeven worden. Daartegenover staat weer dat het uit handen geven van ontwikkeling en onderhoud ten koste gaat van het zeggenschap dat een ziekenhuis over het vastgoed heeft. Zeker bij specifiek vastgoed moet de toegevoegde waarde van de contractpartner daarbij heel evident zijn. Bij medische apparatuur of complexe installaties liggen dergelijke constructies derhalve meer voor de hand. In geval van financial lease zijn deze aspecten in zijn geheel niet aan de orde.

Alles overwegende, leidt dit tot de volgende voor- en nadelen:

Voordelen:

- Bij de verkoop van vastgoed komen er liquiditeiten vrij. Deze kunnen worden ingezet ter versterking van het werkkapitaal of voor de funding van nieuwe investeringen.
- Daarnaast is er bij huur vaak sprake van meer lucht aan de voorkant van de exploitatie (in verhouding met een lineair aflossende lening).
- De sale kan balansverkorting en solvabiliteitswinst opleveren (mits het leasebackcontract niet geactiveerd dient te worden).
- Vooral bij operational lease kan een zorgaanbieder zich meer focussen op de core business. Onderhoud en beheer van het vastgoed ligt bij de andere partij. De kennis van de andere partij hieromtrent kan van toegevoegde waarde zijn.
- Bij een kortlopend huurcontract wordt het leegstandsrisico naar de koper verplaatst (een kortlopend huurcontract zal de verkoopprijs echter nadelig beïnvloeden, zeker bij incourant vastgoed).

Nadelen:

- Alle voordelen hebben een prijs. Over de gehele looptijd bekeken is sale and lease back zeer kostbaar. Bij langlopende contracten met jaarlijkse indexatie van de huurprijs overtreffen de kosten van sale and lease back de kosten van eigendom met bancaire financiering ruimschoots.
- Kosten worden naar de toekomst verschoven; wat voor de korte termijn lucht biedt in de exploitatie of liquiditeit, is voor de lange termijn een blok aan het been.
- Het ontwikkelrisico ligt nog steeds bij het ziekenhuis.
- Leasecontracten staan bol van financieel en juridisch complexe bepalingen, waardoor ze op voorhand niet altijd volledig transparant zijn.

Conclusie

Van belang is om bij het formuleren van een conclusie met betrekking tot sale and lease back onderscheid te maken tussen sale and lease back van nieuw of vernieuwd vastgoed als onderdeel van een overeenkomst met een vastgoedfonds of sale and lease back van een gebouw tijdens de lopende exploitatie. Met betrekking tot de eerste variant komen de conclusies overeen met de conclusies die getrokken zijn met betrekking tot reguliere transacties met gebruik van een vastgoedfonds. In geval van financial lease moet er dan wel rekening mee worden gehouden dat veel van het onderhoud voor rekening van het ziekenhuis zal komen; dit dient vertaald te zijn in de prijs die een ziekenhuis betaald. Voor operational lease is het van belang om ook inzicht te hebben in de 'total cost of use' indien het vastgoed in eigen beheer wordt geëxploiteerd.

Voor wat betreft sale and lease back van vastgoed tijdens de lopende exploitatie geldt dat deze transacties eigenlijk altijd voortkomen uit nood. Hierbij is het van belang dat een ziekenhuis de lange termijn niet uit het oog verliest. Wat in de eerste instantie enige verlichting kan bieden, kan voor de lange termijn een blok aan het been worden.

Alles overwegende is de conclusie met betrekking tot financial sale and lease back van vastgoed dat de hogere kosten die hiermee samenhangen, enkel te legitimeren zijn als een ziekenhuis geen andere alternatieven heeft om een noodzakelijk geachte vastgoedinvestering te realiseren of om in een noodzakelijke liquiditeitsbehoefte te voorzien. In deze gevallen is het van belang dat ook gekeken wordt naar de gevolgen voor de langere termijn. De kosten van een sale and lease back moeten ook voor de langere termijn op te brengen zijn uit de exploitatie.

Voor operational lease is een meer genuanceerde conclusie mogelijk, zeker wanneer de leverancier zeer specifieke kennis inbrengt. Voor medische apparatuur en high tech installaties kan dit aan de orde zijn, waardoor toegevoegde waarde ontstaat. Ook voor financial lease van nieuw te ontwikkelen vastgoed zijn genuanceerdere conclusies mogelijk. Met betrekking tot specifiek ziekenhuisvastgoed zijn er in Nederland echter geen partijen actief die hieromtrent over een aantoonbaar track record beschikken. De meerwaarde lijkt hierdoor beperkt. Het risico bestaat dat financial lease van vastgoed in wezen niets anders is dan een duur huurcontract waarbij de kosten voor onderhoud ook nog voor rekening van het ziekenhuis komen.

		Gunstig	Ongunstig
Kosten	Laag		Hoog
Risico	Beperkt	Bij financial lease meer risico's voor ZH	Groot
Zeggenschap	Veel	Bij operational lease vastgoed beperkt	Beperkt
Flexibiliteit	Groot		Beperkt
Vastgoedkennis	Veel	Zeker in geval van operational lease	Weinig
Overall aantrekkelijkheid	Klein		Groot

Figuur 9.6, Overzicht afwegingen ziekenhuizen m.b.t. sale and lease back

9.4 Conclusies

Het zal geen verrassing zijn dat vanuit het perspectief van het ziekenhuis geen eenduidige conclusie te trekken is met betrekking tot de toepasbaarheid van verschillende alternatieve financieringsvormen. Zeggenschap blijkt wel een zeer leidende afweging voor ziekenhuizen. Zeker voor specifiek vastgoed dat sterke impact heeft op de zorgverlening wordt groot belang geacht aan het vasthouden van de regie. Het uit handen geven van het eigendom van dat vastgoed ligt in dat verband niet voor de hand, alsmede de verantwoordelijkheid voor het onderhoud en de exploitatie. Daarbij weegt ook mee dat financiers en vastgoedpartijen nog weinig blijken hebben gegeven met betrekking tot de beschikbaarheid van de juiste kennis over zorginhoudelijke zaken. Voor specifiek vastgoed richten ziekenhuizen zich dan ook op financieringsvormen waarbij het vastgoed op de eigen balans blijft staan. Een beperkte flexibiliteit met betrekking tot het anticiperen op wisselende behoeften in capaciteit nemen ze daarbij voor lief; de functionele flexibiliteit die eigendom oplevert prevaleert. Obligatieleningen en co-lending kunnen hierbij een interessante toevoeging zijn op de vooralsnog gebruikelijke bancaire financiering. Sowieso ter vergroting van de financieringscapaciteit, maar ook voor het vergroten van

de flexibiliteit in de financieringsstructuur en ter verbetering van de onderhandelingspositie ten opzichte van banken.

Voor minder specifiek vastgoed dat tot de buitenste schil van ziekenhuizen gerekend wordt gelden andere conclusies. Hier is zeggenschap minder van belang en wordt derhalve ook minder waarde gehecht aan eigendom. De vastgoedexpertise van andere partijen heeft hier bovendien meer toegevoegde waarde, vanwege het meer generieke gebruik. DBFMO en huur van vastgoedfondsen zijn hier dan ook meer voor de hand liggende opties. Voorwaarde is dan wel dat de looptijd van de huurcontracten dan ook wel daadwerkelijk flexibiliteit bieden. Looptijden moeten dan ook significant korter zijn dan de economische levensduur.

Voor wat betreft sale and lease back en extern eigen vermogen is het lastiger om algemene conclusies te trekken. Voor sale and lease back in de loop van de exploitatie van een gebouw geldt dat dit in de praktijk eigenlijk alleen aan de orde is indien er financiële problemen zijn. De opbrengst van het vastgoed wordt daarbij versleuteld in het leasebackcontract, waarbij doorgaans sprake is van een forse rendementseis. In geval van financial lease liggen alle risico's met betrekking tot onderhoud bovendien nog gewoon bij het ziekenhuis. Het verdient dus de aandacht om goed te onderzoeken of een transactie die een oplossing biedt voor de korte termijn, op de lange termijn niet een blok aan het been wordt.

Met betrekking tot financial lease houden ziekenhuizen rekening met de wijziging in eigendom en zeggenschap over het ziekenhuis. Ziekenhuizen lijken zich er daarbij van bewust dat het huidige organisatiemodel niet voldoet voor partijen die streven naar maximalisatie van rendement. Participatie van medisch specialisten en het verbeteren van sturings- en managementinformatie kan de mogelijkheid voor het toetreden van privaat kapitaal vergroten. Ziekenhuizen lijken echter ook afwachtend vanwege de controverse in de maatschappelijke discussie omtrent winstuitkering.

10 Het perspectief van de partijen die betrokkenen zijn bij het bestaande financieringsstructuur

10.1 Inleiding

Wanneer er wijzingen doorgevoerd worden in de financieringsstructuur, dan kan dit de belangen van de bestaande financier(s) of garantieverstrekker(s) raken. Om te voorkomen dat de risico's met betrekking tot verstrekte financieringen en borgstellingen oncontroleerbaar worden, zijn ziekenhuizen daarom gebonden aan leningovereenkomsten en algemene voorwaarden van banken. Voor WFZ deelnemers geldt dat ze bovendien gebonden zijn aan de statuten en het reglement van deelneming. Linksom of rechtsom zijn ziekenhuizen via deze weg verplicht om toestemming te vragen voor transacties die samenhangen met toepassing van alternatieve financieringsvormen. Met de toestemmingsvereiste willen bestaande financiers voorkomen dat het risicoprofiel van de uitstaande leningen of garanties nadelig beïnvloed wordt of dat risico's op hen worden afgewenteld. In bepaalde gevallen zullen zij geen toestemming verlenen voor het gebruik van alternatieve financieringsinstrumenten, of voorwaarden verbinden aan het gebruik van alternatieve financieringsinstrumenten. Middels deze externe disciplining wordt de bewegingsruimte van ziekenhuizen om zonder enige vorm van belemmering gebruik te maken van alternatieve financieringsinstrumenten enigszins beperkt.

Dit hoofdstuk gaat in op het perspectief van de bestaande financiers en garantieverstrekkers bij toevoeging van alternatieve financieringsinstrumenten aan de financieringsstructuur. Een van de vragen die daarvoor beantwoord moet worden, is welke criteria zij relevant achten bij de toetsing van wijzigingen in de financieringsstructuur. Voorts wordt ook ingegaan op de mogelijkheden die zij hebben om voorwaarden te stellen aan toevoeging van alternatieve financieringsinstrumenten aan een bestaand arrangement. Op basis hiervan wordt duidelijk in hoeverre de alternatieve financieringsinstrumenten in te passen zijn in de bestaande financieringsstructuur. Daarmee wordt het laatste deel van de centrale vraagstelling van dit onderzoek beantwoord.

De theoretische hoofdstukken van dit onderzoek vormen hiervoor reeds een goede basis. Op basis van deze hoofdstukken is op hoofdlijnen in kaart gebracht welke aspecten van belang zijn voor de beoordeling van risico's in samenhang met wijzigingen in de financieringsstructuur. Vervolgens is gebruik gemaakt van openbare bronnen om inzicht te krijgen in de concrete vertaling naar het (risico)beleid van banken en het WFZ ten aanzien van beoordeling van wijzigingen in de financieringsstructuur en de toestemmingsvereisten en voorwaarden die zij hierbij hanteren. Aan de hand van dit deskresearch is een kader opgesteld, dat in interviews is voorgelegd aan deze partijen. Daarbij is gevraagd naar de concrete aandachtspunten en voorwaarden die per financieringsinstrument gelden bij de beoordeling door bestaande financiers en garantieverstrekkers. De feedback die dit heeft opgeleverd is vervolgens verwerkt.

10.2 Beoordelingscriteria en toetsingskader

Van belang is de notie dat zowel banken als het WFZ niet op voorhand tot in detail aan kunnen geven welke aspecten van alternatieve financieringsconstructies in geval van toepassing bij een ziekenhuis nadelige gevolgen kunnen hebben voor hun positie als bestaande financier of garantieverstrekker. Elke casus is uniek, waardoor er geen blauwdruk mogelijk is voor de beoordeling van wijzigingen in de financieringsstructuur door het toevoegen van alternatieve financieringsinstrumenten. Beoordeling is daarmee enkel mogelijk op basis van een concrete uitwerking van de specifieke casus van een specifiek ziekenhuis. Deze wordt vervolgens op zijn merites beoordeeld. Het feit dat verschillende van de alternatieve financieringsinstrumenten in de praktijk nog nauwelijks of geheel niet zijn toegepast, maakt het daarbij extra lastig om een adequaat beeld te schetsen van hoe een toetsing er in de praktijk uit ziet. Er kan namelijk niet teruggevallen worden op ervaringen uit de praktijk.

Wel kan zondermeer gesteld worden dat de toetspunten die in dit hoofdstuk aan de orde komen vanuit het oogpunt van een financier en garantieverstrekker belangrijke aandachtspunten vormen. In zijn algemeenheid geldt daarbij dat alle veranderingen die afbreuk doen aan de kredietwaardigheid van de organisatie (anders gesteld: die het risico verhogen dat het ziekenhuis op korte of lange termijn niet meer aan zijn betalingsverplichtingen kan voldoen) als aandachtspunten gelden. Uitgangspunt is daarbij dat de businesscase die ontstaat na gebruik van het alternatieve financieringsarrangement, wordt beoordeeld alsof het een nieuw

financierings- of borgingsverzoek is. De beoordeling spitst zich hierbij toe op (niet limitatief) vier hoofdthema's, met elk een aantal onderliggende sub-aandachtspunten:

1. Kredietwaardigheid

- I. Solvabiliteit/weerstandsvermogen
- II. Liquiditeit
- III. Exploitatieresultaten
- IV. Debt Service Coverage Ratio (DSCR)

2. Zekerhedenpositie

- I. Verdwijnen van zekerheden als gevolg van desinvesteringen
- II. Delen van zekerheden/wijzigingen in senioriteit van leningen

3. Flexibiliteit

- I. Vastgoed (in kwantitatief en kwalitatief opzicht)
- II. Beschikbaarheid toekomstige financiering

4. De bestuurlijke, juridische en organisatorische structuur

- I. Verandering van eigendomsverhoudingen
- II. Verandering in zeggenschapsverhoudingen
- III. Governance

Zoals in de inleiding van dit hoofdstuk omschreven is de fundering voor bovenstaand kader gelegd op basis van het theoretisch kader. Vervolgens is het door middel van desk research verder geconcretiseerd (daartoe is documentatie van het WFZ en banken bestudeerd). Tot slot hebben nadere aanvullingen en invullingen plaats gevonden op basis van interviews met banken en het WFZ. In de volgende sub paragrafen worden de afzonderlijke onderdelen nader toegelicht.

10.2.1 De kredietwaardigheid

De kredietwaardigheid van een ziekenhuis kan beïnvloed worden door toepassing van alternatieve financieringsinstrumenten. Bij de beoordeling van de kredietwaardigheid ligt de nadruk op de bekende financiële parameters:

- Solvabiliteit/weerstandsvermogen
- Liquiditeit
- Exploitatieresultaat
- DSCR

Banken hebben in hun leningovereenkomsten zogenoemde financiële convenanten opgenomen, waarin staat binnen welke range de verschillende ratio's zich dienen te begeven. Als een zorgaanbieder door zijn convenant heen zakt, is de lening opeisbaar. In de praktijk is dit vaak niet aan de orde omdat directe opeising van een lening vaak staat aan een faillissement wat banken ook ongunstig uit zal pakken gezien de hoge loan to value, verhoging van de risico-opslag is daarom meer gangbaar in de praktijk.

Solvabiliteit

De solvabiliteit geeft de verhouding tussen het vreemd vermogen en het eigen vermogen op de balans weer. De solvabiliteit geeft daarmee aan of een organisatie in staat is om op korte en lange termijn aan haar betalings- en aflossingsverplichtingen te voldoen. Het aantrekken van nieuw extern eigen vermogen heeft daarbij een positief effect op de solvabiliteit, terwijl het aantrekken van vreemd vermogen tot gevolg heeft dat de solvabiliteit afneemt. Indien er als onderdeel van de alternatieve financieringsconstructie vastgoed van de balans van het ziekenhuis verdwijnt, dan kan de verkoopopbrengst voor toename van het eigen vermogen zorgen als de opbrengst hoger is dan de boekwaarde. Tegelijkertijd kan het aangaan van huurverplichtingen die op basis van boekhoudkundige richtlijnen moeten worden opgenomen op de balans juist weer zorgen voor een afname van de solvabiliteit. Kortom; toepassing van alternatieve financieringsvormen, heeft vaak een directe invloed op de solvabiliteit. Ziekenhuizen moeten daarbij rekening houden met de financiële convenanten in leningovereenkomsten waarin minimale normen met betrekking tot solvabiliteit vermeld staan.

Liquiditeit

In voorgaande hoofdstukken is het toenemende belang van een goede sturing op liquiditeit reeds aan de orde gekomen. Over het algemeen raakt gebruik van alternatieve financieringsinstrumenten niet direct de liquiditeit. Als aandachtspunt geldt wel de financiering tijdens de bouw; indien dit niet met kortlopende leningen gebeurt (die later dienen te worden geconsolideerd), maar uit eigen middelen, dan levert dit aanvullende risico's voor de liquiditeit op indien consolidatie later niet mogelijk blijkt. Dit is echter geen risico dat specifiek geldt voor alternatieve financiering.

De toegang tot liquiditeit is wel een specifiek aandachtspunt. Zoals reeds eerder besproken draagt betekenisvolle betrokkenheid van een bank bij aan de mogelijkheid om in geval van nood liquiditeit aan te kunnen trekken middels een rekening courant krediet. Indien een bank niet risicodragend betrokken is, dan is de bereidheid om in geval van nood een dergelijk krediet te verstrekken vaak niet aanwezig. Voor andere financiers leidt dit tot grotere risico's.

Anderzijds kan gebruik van alternatieve financieringsinstrumenten ook uitkomst bieden in geval van acute liquiditeitsproblemen. Ziekenhuizen dienen rekening te houden met de financiële convenanten in leningovereenkomsten waarin minimale normen met betrekking tot liquiditeit vermeld staan

Exploitatieresultaat

De exploitatieontwikkeling is een van de belangrijkste elementen van de kredietwaardigheidsbeoordeling. Structureel positieve exploitatieresultaten in de periode tot op heden dragen bij aan vertrouwen in een financieel gezonde toekomst. Indien er sprake is van structureel negatieve exploitatieresultaten of een sterk neergaande lijn in de financiële resultaten, dan geldt het omgekeerde. Daarnaast is de prognose van belang; als deze niet positief is dan. Te dure alternatieve financieringsconstructies die een negatief effect hebben op de exploitatie worden dan ook niet toegejuicht door bestaande financiers.

Ten aanzien van de financiële aspecten is (naast voornoemde aspecten) de aandacht gericht op manifeste en latente kostenverhogingen voor het ziekenhuis, die inherent zijn aan het gebruik van een alternatief financieringsinstrument. Indirect kan hier ook sprake van zijn indien risico's op het ziekenhuis worden afgewenteld.

Debt Service Coverage Ratio (DSCR)

Deze ratio geeft aan in welke mate een onderneming de rentelasten en aflossingen kan voldoen uit de operationele kasstroom. In die zin hangt de DSCR dus sterk samen met het exploitatieresultaat. Het belang van de DSCR is het inzicht in de mate waarin ziekenhuizen de financieringsverplichtingen na kunnen komen, ook rekening houdend met de aflossingsverplichtingen. De financiële convenanten van banken bevatten als onderdeel van leningovereenkomsten vaak een bepaling waarin het minimale niveau van de DSCR vastgelegd is. Ook beschikken veel leningovereenkomsten van banken over een 'no further debt' clause waarmee banken het aangaan van nieuwe leningen (met een negatief effect op de DSCR) kunnen verhinderen. De financiële convenanten in leningovereenkomsten bevatten doorgaans ook minimale normen met betrekking tot de DSCR.

10.2.2 Zekerhedenpositie

In hoofdstuk 5 is het belang van de zekerhedenpositie voor verstrekkers van vreemd vermogen besproken. Verschillende transacties die samenhangen met het gebruik van alternatieve financieringsinstrumenten kunnen de zekerhedenpositie van partijen die een rol spelen binnen het bestaande financieringsarrangement raken. Dit heeft gevolgen voor het risicoprofiel van de lening. Voorts zijn wijzigingen in de zekerhedenpositie voor bestaande financiers een belangrijk aandachtspunt bij de beoordeling die samenhangt met toepassing van alternatieve financieringsinstrumenten. Aandachtspunten met betrekking tot situaties waarbij de kapitaalverstrekker het eigendom van het ziekenhuis zelf (deels) verwerft, komen aan bod onder paragraaf 10.2.3 met betrekking tot zeggenschap.

Op basis van leningovereenkomsten, statuten en/of reglementen van banken en het WFZ zijn ziekenhuizen verplicht om voorafgaand aan de transactieschriftelijk toestemming te vragen voor het teniet doen, vervreemden of bezwaren van (on)roerende zaken. Ziekenhuizen zijn hiermee verplicht om schriftelijke toestemming van banken en het WFZ te verkrijgen alvorens onroerende goederen verkocht worden, dan wel dat er hypothecaire zekerheden aan derden worden verstrekt.

Naast de overeenkomsten, statuten en reglementen waar ziekenhuizen aan gebonden zijn bij het verkopen van vastgoed of het verstrekken van zekerheden aan derden, hebben banken en het WFZ doorgaans ook de beschikking over de hypothecaire zekerheden, of tenminste een positieve hypotheekverklaring. Hierdoor is de juridische positie die banken en het WFZ hebben voor het blokkeren van verkoop, het opeisen van de verkoopopbrengst en het verbieden van verstrekking van hypothecaire zekerheden aan derden stevig verankerd. Dit is van belang om verdamping of verwatering van de zekerhedenpositie tegen te gaan.

Banken en het WFZ hanteren als uitgangspunt dat bij roeyment van een hypotheek verkoopopbrengsten dienen te worden ingezet voor aflossing van de lening. Indien geldgevers niet mee willen werken aan aflossing of hoge boeterentes eisen, zal vervroegde aflossing op de eerstvolgende renteherzieningsdatum moeten plaatsvinden. Tot die tijd zal de verkoopopbrengst in een geblokkeerd depot bij een notaris gestald moeten worden met pandrecht voor de geldgevers en/of garantieverstrekkers. Eventuele alternatieve aanwending van verkoopopbrengsten voor nieuwe investeringen of andere doeleinden moet onderbouwd worden met een businesscase meerjarenraming, die vervolgens behandeld wordt als een nieuw financierings- of borgingsverzoek.

Met betrekking tot het delen van zekerheden met partijen die in ruil hiervoor vreemd vermogen verstrekken stellen banken en het WFZ zich flexibel op. Gebruikelijk is om de zekerheden met alle financiers van langlopende leningen op activa te delen; het uitgangspunt is daarbij niet objectfinanciering, maar balansfinanciering. De verdeling van zekerheden vindt daarbij plaats naar rato. Als er nieuwe kapitaalverstrekkers toetreden tot het financieringsarrangement is het dus gebruikelijk om deze op te nemen in de afspraken met betrekking tot gedeelde zekerheden (daartegenover staat dat zij ook vreemd vermogen toevoegen). Van belang is daarbij wel dat de senioriteit van de leningen gelijkwaardig is en dat de leningsvoorwaarden van de alternatieve financiering marktconform zijn.

Met betrekking tot zekerheden geldt feitelijk dat het uitgangspunt is dat er nooit een beroep op gedaan zou moeten worden, maar dat ze wel van belang zijn. In geval van incourant vastgoed is het grootste belang daarbij wellicht niet het beperken van de schade, maar de basis voor betrokkenheid bij probleemgevallen die om bijzonder beheer vragen. Het hebben van hypothecaire zekerheden biedt daarbij een goede onderhandelingspositie.

10.2.3 Flexibiliteit

Toepassing van alternatieve financieringsinstrumenten kan de flexibiliteit van een ziekenhuis op een aantal onderdelen dusdanig beïnvloeden, dat dit gevolgen heeft voor het risicoprofiel. Flexibiliteit kent daarbij meerdere facetten. Op basis van desk research en interviews kwamen flexibiliteit ten aanzien van de vastgoedportefeuille (kwalitatief en kwantitatief) en flexibiliteit ten aanzien van toekomstige toegang tot financiering als meest prominent naar voren.

Flexibiliteit ten aanzien van de vastgoedportefeuille

Met het oog op het risicoprofiel wordt primair gekeken naar de flexibiliteit met betrekking tot het vastgoedmanagement. Enerzijds vanuit zorginhoudelijk perspectief (de mogelijkheden om gebouwen tussentijds functioneel aan te passen), anderzijds het oog op mogelijk tegenvallende afzet- of marktontwikkelingen (waarbij het van belang is mee te kunnen ademen met de omzet). Leegstand kan de exploitatie van een ziekenhuis financieel immers zwaar belasten. De kapitaalkosten lopen dan door terwijl er geen inkomsten tegenover staan.

Een bank noemde als respondent van een interview in het kader van dit onderzoek flexibiliteit zelfs als een van de belangrijkste criteria voor de beoordeling van bestaande en nieuwe financieringen: “Een ziekenhuis moet in staat zijn om zijn (vastgoed)kosten mee te kunnen laten ademen met de productieomvang”. Langlopende en inflexibele (huur)contracten zijn vanuit dit perspectief ongunstig. Zeker indien ze kostentechnisch geen voordeel opleveren ten opzichte van eigendom. Een andere bank stelt dat ziekenhuizen meer ‘agile’ moeten zijn; “de businessmodellen van de toekomst zijn gericht op wendbaarheid en flexibiliteit”.

Banken en het WFZ hebben met betrekking tot flexibiliteit in de vastgoedportefeuille weinig directe aanknopingspunten om consequenties te verbinden aan negatieve effecten. Wel kan beperking van flexibiliteit gevolgen hebben voor de financierbaarheid en borgbaarheid van investeringen in de verdere toekomst. Van belang is daarbij het besef bij ziekenhuizen dat oplossingen die op de korte termijn aantrekkelijk lijken, op de lange termijn een blok aan het been kunnen vormen.

Flexibiliteit ten aanzien van toekomstige financierbaarheid

Onder paragraaf 10.2.1 is reeds ingegaan op de toegang tot liquiditeit, wat feitelijk ook een aspect met betrekking tot flexibiliteit ten aanzien van toekomstige financierbaarheid is. Flexibiliteit kan echter ook betrekking hebben op toekomstige toegang tot financiering van 'lang geld'. Verschillende alternatieve financieringsinstrumenten kunnen hier een positief of negatief effect op hebben. Met betrekking tot huur en lease hebben banken en WFZ bijvoorbeeld weinig bevoegdheden om transacties te verhinderen. Desalniettemin kunnen onwenselijke transacties kunnen wel grote gevolgen hebben voor de behandeling van toekomstige financierings- en borgingsverzoeken. Zeker indien er gedurende de looptijd van de alternatieve financiering nog aanvullende investeringen beoogd worden, is het van belang hier rekening mee te houden.

10.2.4 De bestuurlijke, juridische en organisatorische structuur

Voorwaarde voor een financiering- of garantieverstreking is dat duidelijkheid moet bestaan over de bestuurlijke, juridische en organisatorische structuur van een ziekenhuis. Voor wijziging van de bestuurlijke, juridische en organisatorische structuur van een ziekenhuis is dan ook toestemming nodig. Bij de meeste alternatieve financieringsvormen zijn dergelijke wijzigingen echter niet aan de orde. Bij extern eigen vermogen, is dit zoals in voorgaande hoofdstukken besproken wel het geval.

Voor partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement is het van belang dat duidelijk blijft met wie of wat financiële relaties worden aangegaan. Waar zitten de activa, de financiële verplichtingen en de inkomsten? Licht dit in één hand, dan is de situatie helder. Is er een hele 'kerstboom' opgetuigd, waarbij de duidelijkheid over de juridische, financiële en bestuurlijke verhoudingen ver te zoeken is, dan is verantwoord zakendoen onmogelijk. Minder transparantie betekent meer risico. Het gaat te ver om in het kader van dit onderzoek alle varianten tot in detail te bespreken. Feit is dat wijzigingen in de bestuurlijke, juridische en organisatorische structuur van een ziekenhuis in samenhang met het financieringsarrangement voor banken en het WFZ aanleiding zijn om de financiering of borging opnieuw te toetsen.

Aandachtspunten zijn daarbij vooral gericht op wijzigingen in eigendom en zeggenschap. Bij de beoordeling met betrekking tot wijzigingen in de juridische structuur zijn governance en interne controle dan ook belangrijke aandachtspunten. De belangen van partijen die betrokken zijn bij de bestaande financieringsstructuur dienen ook na eventuele wijzigingen goed geborgd te zijn.

10.3 Beoordeling alternatieve financieringsinstrumenten

In de hierop volgende pagina's wordt per financieringsinstrument besproken in welke mate het inpasbaar is binnen de bestaande financieringsstructuur, rekening houdend met de in voorgaande pagina's besproken toetsingscriteria. Daarbij wordt ingegaan op de toetsingscriteria die voor elk specifiek alternatief financieringsinstrument relevant zijn.

10.3.1 Extern eigen vermogen

Daar waar de politiek met betrekking tot gebruik van private equity door ziekenhuizen een sterke focus heeft op de principiële discussie met betrekking tot winstuitkering bij ziekenhuizen (mag er winst gemaakt worden op medisch specialistische zorg), bekijken partijen die een rol vervullen bij de bestaande financieringsstructuur de discussie met betrekking tot winstuitkering met name vanuit het oogpunt van risicobeheersing. Dit geldt eveneens voor de wijzigingen van de juridische structuur die nodig zijn om aandeelhouderschap en winstuitkering bij ziekenhuizen mogelijk te maken. Veranderingen in eigendomsverhoudingen en zeggenschap zijn hierbij belangrijke aandachtspunten. Partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement kijken in geval van extern eigen vermogen dus niet zo zeer naar het moment waarop deze financiering verstrekt wordt, maar naar de wijzigingen die er aan vooraf gaan.

Kredietwaardigheid

Gebruik van extern eigen vermogen heeft in de eerste instantie een positief effect op de kredietwaardigheid van een ziekenhuis. Solvabiliteit en weerstandsvermogen worden direct vergroot. Dit sluit aan op de door bestaande financiers gekoesterde wens voor meer risicodragend eigen vermogen bij ziekenhuizen. Er van uitgaande dat de inbreng van de vermogensverstrekker uit liquide middelen bestaat, wordt ook de liquiditeit op het moment van de transactie direct positief beïnvloed. Voor partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement is dit positief.

In ruil voor de inbreng van vermogen wordt echter wel een aandeel in het eigendom en een aandeel in de winst verlangd. Dit kan op langere termijn tot een hogere 'Weighted average cost of capital' (WACC) leiden. Daarbij worden toekomstige resultaten niet altijd meer automatisch toegevoegd aan het eigen vermogen. Dit kan ten koste gaan van de toekomstige vermogensopbouw; goede resultaten worden immers afgeroomd. Tevens bestaat het risico dat noodzakelijke investeringen uitgesteld worden om de winstuitkering op pijl te houden (zeker als een verstrekker van extern eigen vermogen namens andere partijen handelt, dan kan de druk hieromtrent groot zijn). Onder andere met het oog op de kredietwaardigheid is winstuitkering daarom een aandachtspunt voor partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement. Over het algemeen geldt hieromtrent dat partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement een toestemmingsvereiste hanteren met betrekking tot winstuitkering (bovenop de regels m.b.t. winstuitkering door ziekenhuizen die de Nederlandse overheid voor ogen heeft in het concept wetsvoorstel). Daarnaast wordt in bepaalde gevallen geëist dat de houder van aandelen of een substantieel belang hoofdelijke aansprakelijkheid aanvaard jegens de partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement. Hiermee worden een aantal belangrijke risico's afgedekt.

Zekerheden

Een voordeel voor financiers van vreemd vermogen is dat verstrekkers van extern eigen vermogen niet delen in de zekerheden. Bij gebruik van extern eigen vermogen treedt dus geen verwatering van de zekerhedenpositie op voor partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement. Verstrekkers van externe eigen vermogen zijn volledig risicodragend.

Flexibiliteit

Inherent aan het aantrekken van extern eigen vermogen, is dat de kapitaalverstrekker geen externe stakeholder met geheel andere belangen is. De kapitaalverstrekker deelt immers in de risico's van het ziekenhuis. Het zeggenschap over de organisatie en het vastgoed blijft dus binnen de organisatie. Uitgaande van gelijkgerichte belangen waarbij de verstrekker van het extern eigen vermogen een duurzaam goed rendement nastreeft, zal deze zelf ook baat hebben wij een flexibele en wendbare organisatie.

De bestuurlijke, juridische en organisatorische structuur

Zoals vermeld kijken partijen die betrokken zijn bij de bestaande financieringsarrangementen met het oog op risicobeheersing bij gebruik van extern eigen vermogen vooral naar de wijzigingen in bestuurlijke, juridische en organisatorische structuur. Het moment waarop de stichting wordt omgezet naar een BV is cruciaal voor het stellen van voorwaarden die risico's in de toekomst beheersbaar moeten houden. In het bijzonder verandering van eigendomsverhoudingen en zeggenschap hebben daarbij de aandacht. Voorkomen moet bijvoorbeeld worden dat binnen de muren van het ziekenhuis twee identiteiten ontstaan, waarvan niet op voorhand zeker is dat er eenheid is over visie en strategie. Voor partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement is het van belang structuurrisico's die ontstaan als gevolg van wijziging van eigendoms- en zeggenschapsverhoudingen beheersbaar te houden.

- **Wijziging in eigendomsverhoudingen**
Voor banken en het WFZ moet duidelijk zijn wie (eventueel achter een kerstboom van rechtspersonen) de eigenaar is van de op te richten bv. Duidelijk moet zijn wie de aandelen bezit. Zo kan een partij niet ongemerkt een aanmerkelijk belang verwerven.
- **Financiële verwevenheden**
Ook inzicht in (financiële) verwevenheden jegens derden zijn van belang met het oog op risicobeheersing. Zeker indien er sprake is van een aanmerkelijk belang dient daarom inzicht te bestaan in de andere deelnemingen van de deelnemende rechtspersonen. Daarbij wordt toegezien op een zorgvuldige afbakening van de gefinancierde of geborgde entiteit. Enkel met expliciete toestemming mag er sprake zijn van financiële verwevenheden.
- **Alleen zeggenschap bij risicodragendheid**
Tegenover substantieel zeggenschap dient een substantieel aandeel van het risicodragend vermogen in de financiering van de vennootschap te staan. Dit zorgt er voor dat aandeelhouders een substantieel belang hebben bij de continuïteit van de vennootschap.

- **Governance en interne controle**
Met betrekking tot de op te richten bv wordt een goede governance en adequate interne controle (AO/IC) geëist. Deze moet er voor zorgen dat de belangen van de organisatie en haar stakeholders geborgd wordt. Taken van verschillende gremia moeten daarbij duidelijk vastgelegd en gescheiden zijn. Een onafhankelijk functionerende Raad van Commissarissen is hiervoor van belang.
- **Conflicten tussen aandeelhouders**
Een ander risico dat mogelijk kan spelen indien er sprake is van een beperkt aantal aandeelhouders is dat er dusdanige conflicten op kunnen treden tussen deze partijen, dat dit schadelijk kan zijn voor de continuïteit van het ziekenhuis. Toegang tot de Ondernemingskamer is daarom een voorwaarde voor partijen die betrokken zijn bij de bestaande financieringsstructuur. Hiermee kan de rechter om een uitspraak gevraagd worden bij conflicten tussen aandeelhouders, zodat de rust binnen de vennootschap snel wordt hersteld

Centraal staat dus dat de juridische structuur transparant moet zijn en dat risico's moeten kunnen worden beoordeeld en beheerst. Toezicht en besluitvorming dienen derhalve dusdanig geregeld te zijn, dat niet alleen de belangen van de aandeelhouder worden geborgd, maar ook die van andere stakeholders waaronder de partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement. Per casus vindt daarbij een beoordeling van de specifieke situatie plaats.

Tot slot is het van belang dat ook na omzetting van stichting naar een bv waarbij (een deel van) het eigendom van een ziekenhuis over gaat naar private partij gewoon de gebruikelijke overeenkomsten, algemene voorwaarden, statuten en reglementen van deelname van banken en het WFZ van toepassing blijven. Dit betekent dat ook na omzetting van een stichting naar een bv onverminderd toestemming nodig blijft voor zaken als het wijzigen van statuten, de verkoop van vastgoed en het afstoten van bedrijfsonderdelen of – activiteiten. In verreweg de meeste gevallen is dit al een stevige basis voor beheersing van risico's.

Vermeld dient daarbij te worden dat tijdens interviews ook nadrukkelijk oog was voor de positieve kanten van private equity. Daarbij werd opgemerkt dat de eigen agenda van de verstrekker van eigen vermogen prima overeen kan komen met die van de verstrekkers van vreemd vermogen. Het belang dat verstrekkers van extern eigen vermogen hebben bij maximering van winst en continuïteit op langere termijn wordt daarbij gezien als een goed uitgangspunt. Als een versterker van eigen vermogen in financiële problemen terecht komt, dan kan zijn agenda echter veranderen. Tegen dergelijke situaties willen verstrekkers van vreemd vermogen en garanties zich wapenen.

Conclusie

Bij gebruik van extern eigen vermogen ligt de nadruk van de toetsing door de partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsinstrument niet zozeer op het moment van verstrekken van financiering, maar kijken zij vooral naar de noodzakelijke wijzigingen in de bestuurlijke, juridische en organisatorische structuur die hier aan vooraf gaan. De focus ligt daarbij op het moment dat de juridische structuur van het ziekenhuis gewijzigd wordt en het eigendom (en daarmee de zeggenschap over het ziekenhuis) geheel of gedeeltelijk over gaat naar een andere partij. Dit is het moment om voorwaarden te stellen met betrekking tot zaken als de governance en voor situaties die zich in de toekomst voor kunnen doen.

Mits de verstrekker van extern eigen vermogen akkoord gaat met de voorwaarden die partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement stellen op het moment van omzetting van de juridische structuur en zich ook committeren aan de externe disciplinerende werking die sowieso van toepassing is vanuit het bestaande financieringsarrangement, dan is extern eigen vermogen inpasbaar in de bestaande financieringsstructuur. De hobbels die hiervoor genomen moeten worden zijn echter groot (nog los van eisen die de overige stakeholders stellen).

10.3.2 Obligatieleningen

Obligatieleningen wijken in opzet niet veel af van reguliere bancaire leningen. Omdat het niet ongebruikelijk is dat er meerdere bancaire financiers van geborgd en ongeborgd vreemd vermogen betrokken zijn bij de financieringsstructuur van een ziekenhuis, zou het in beginsel geen grote belemmering moeten zijn om hier een niet bancaire partij aan toe te voegen, mits de lening condities niet al te sterk afwijken.

Kredietwaardigheid

Wanneer condities van obligatieleningen niet afwijken van reguliere bancaire leningen, dan wijken de effecten op de kredietwaardigheid ook niet af. Vanuit het perspectief van de partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement zijn er in dat geval weinig bijzondere aandachtspunten met het oog op de kredietwaardigheid. Wanneer de condities afwijken van wat marktconform geacht wordt, dan kan dit anders liggen. Vooral hoge kosten hebben op lange termijn een negatief effect op de DSCR. Niet marktconforme financiering kan daarom voor partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement aanleiding zijn om een beroep te doen op de 'no further debt' clause. Zeker als de capaciteit voor aflossing van bestaande leningen in gevaar komt.

Een ander aandachtspunt is de toegang tot liquiditeit. Met het oog hierop is het van belang te beseffen dat de rol en positie van obligatiehouders fors af kan wijken ten opzichte van een bank. Zo zullen obligatiehouders in geval van liquiditeitsproblematiek geen werkkapitaal beschikbaar (kunnen) stellen. Voor het WFZ betekent dit dat obligaties binnen een financieringsstructuur bij de beoordeling van de kredietwaardigheid geen substituut vormen voor ongeborgde bancaire financiering. Ook voor obligatiehouders zelf is het vanuit de optiek van risicoreductie van belang dat er binnen de financieringsstructuur sprake is van een betekenisvolle betrokkenheid van een bank door middel van ongeborgde financiering. Een bank die zelf risico loopt om zijn inleg te verliezen, zal eerder over de brug komen met een rekening courant faciliteit indien er sprake is van een tekort aan liquiditeit. Gebruik van obligatieleningen in plaats van bancaire leningen zullen de liquiditeitspositie van een ziekenhuis dus negatief beïnvloeden.

Tot slot wordt er ook gekeken worden naar eventuele beschikbaarheidsrisico's in de toekomst. Als de looptijd van een obligatielening 10 jaar is, terwijl de aflossing is verspreid over 20 jaar, dan moet een ziekenhuis na 10 jaar herfinancieren. Dit is een risico. Indien banken en het WFZ tegelijkertijd met de obligatielening een financiering of borging verstrekken, dan wordt gericht naar dit soort aspecten gekeken.

Zekerheden

Indien een obligatielening in senioriteit gelijkwaardig is aan andere leningen, dan geldt het uitgangspunt dat de obligatielening naar rato deelt in de zekerheden van partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement. Indien de zekerheden die obligatiehouders vragen conflicteren met die van andere financiers, dan kan dit een belemmering vormen. Wanneer een obligatielening niet is gebaseerd op objectfinanciering, maar op objectfinanciering, dan volgt een complexere discussie. Daarnaast kan een vreemde partij binnen het financieringsconsortium voor frustratie van processen zorgen indien er problemen ontstaan waarbij het juist van belang is als financiers snel en gezamenlijk schakelen, bijvoorbeeld bij een bijzonder beheer situatie of bij het uitwinnen van zekerheden.

Flexibiliteit

Bij obligatieleningen behoudt een ziekenhuis het volledige zeggenschap over het vastgoed. Dit biedt de nodige flexibiliteit om aanpassingen te verrichten die nodig zijn om zorgprocessen zo optimaal mogelijk te organiseren. Het eigendom van het vastgoed heeft echter ook als keerzijde dat het leegstandsrisico volledig voor rekening van het ziekenhuis komt. Eigendom biedt weinig flexibiliteit om fluctuaties in productie op te vangen. Huur van vastgoed dat geen grote impact heeft op de primaire processen van een ziekenhuis, wordt daarom als pré gezien door financiers die via de balans van het ziekenhuis financieren. Uiteraard wel met looptijden die ook daadwerkelijk flexibiliteit bieden. Een grote en inflexibele buitenste schil heeft een negatief effect op het risicoprofiel. Het is dus van belang dat ziekenhuizen beseffen dat het voor het verkrijgen van financiering of borging in de toekomst onverstandig is om eventuele financieringscapaciteit die voortkomt uit obligatieleningen in te zetten voor het realiseren van vastgoed dat niet tot de kern van het ziekenhuis gerekend wordt.

De bestuurlijke, juridische en organisatorische structuur

Een koper van obligatieleningen heeft evenals de bank en garantieverlener geen zeggenschap over het vastgoed en het ziekenhuis zelf. Obligatieleningen hebben dus geen invloed op bestuurlijke, juridische en organisatorische structuur van een ziekenhuis.

Overige aspecten

Voor de banken is het voordelig dat ze met niet bancaire verstrekkers van vreemd vermogen niet hoeven te concurreren om het huisbankierschap.

Conclusie

Mits de condities van obligatieleningen niet afwijken van de condities van bancaire leningen, dan zijn ze goed inpasbaar in de bestaande financieringsstructuur van een ziekenhuis. Het uitgangspunt is dan dat een obligatielening op basis van gelijke senioriteit bijdraagt in de balansfinanciering. In dat geval zijn partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement bereid om zekerheden te delen. Indien een obligatielening is gebaseerd op objectfinanciering of niet marktconforme vergoedingen, dan zal dit tot complexere discussies leiden. Voor het WFZ geldt nog wel als belangrijk aandachtspunt dat er bij ziekenhuizen die een deel van hun bancaire leningen geborgd hebben, ook na gebruik van obligatieleningen nog sprake blijft van voldoende risicodragende betrokkenheid van banken. Dit met het oog op de toegang tot werkkapitaal indien hier noodzaak toe ontstaat.

10.3.3 Co-lending

Zoals uitgebreid besproken wijkt co-lending op hoofdlijnen niet veel af van een reguliere obligatielening. Het enige verschil is dat de obligatielening tot stand komt met een (mede financierende) bank als tussenpartij, in plaats van als een directe transactie tussen een ziekenhuis en een kapitaalverstrekker. Een bank kan vervolgens ook het beheer voor zijn rekening nemen. Vanuit het perspectief van de partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement, levert dit met betrekking tot de beoordeling van een transactie op basis van co-lending echter geen andere conclusies op dan bij een directe transactie met obligatieleningen. Voor de analyse met betrekking tot de gevolgen van co-lending voor de kredietwaardigheid, zekerheden, flexibiliteit en de bestuurlijke, juridische en organisatorische structuur volstaat derhalve een verwijzing naar voorgaande paragraaf. Dit geldt ook voor de conclusie.

10.3.4 DBFMO

Of toepassing van een DBFMO aan een zware toetsing onderworpen wordt door partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement hangt waarschijnlijk af van de relatieve weging op de totale portefeuille en exploitatie. Lastig is dat er vooralsnog geen praktijkervaringen van toepassing zijn in de zorgsector, op basis waarvan uitspraken gedaan kunnen worden.

Indien er sprake is van een toetsing dan zal gekeken worden naar de gevolgen voor de cash flows binnen de totale businesscase. Feitelijk is de toetsing van een DBFMO daarmee gelijk van de reguliere beoordeling van een businesscase. Naast de financiële gevolgen wordt ook gekeken naar zeggenschap. Bestaande financiers zijn van mening dat een ziekenhuis zelf zeggenschap moet hebben over vastgoedzaken die ingrijpen op het primaire proces. Het verleggen van zeggenschap over vastgoed dat sterk ingrijpt op het primaire proces wordt daarmee niet als pré gezien.

Kredietwaardigheid

Bij toepassing van DBFMO betaald een ziekenhuis geen huur of rente en aflossing aan het DBFMO consortium, maar een beschikbaarheidsbijdrage. Indien het contract dusdanig langjarig is, kan het zo zijn dat het contract op de balans geactiveerd dient te worden. In dat geval zal dit gevolgen hebben voor de solvabiliteit. Op langere termijn is ook de druk van de DBFMO op de exploitatie van belang. Bij zeer hoge kosten kan de DSCR dusdanig geraakt worden dat overige verplichtingen met betrekking tot rente en aflossing in gevaar komen. Evenals bij andere alternatieve financieringsvormen geldt hier tevens de betrokkenheid van een financier die ook werkkapitaal kan verstrekken als aandachtspunt, zeker indien de bestaande financiering vooral uit WFZ geborgde leningen bestaan.

Zekerheden

Als het consortium de eigenaar is van het vastgoed waarop de overeenkomst betrekking heeft, dan is er geen discussie mogelijk over deling van zekerheden. Wanneer het ziekenhuis (deels) eigenaar is, dan is deling van zekerheden het uitgangspunt. Zeker bij DBFMO zullen partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement terughoudend zijn met het weggeven van specifieke zekerheden op basis van objectfinanciering, omdat de DBFMO constructie ook de exploitatie buiten het DBFMO gefinancierde vastgoed kan belasten.

Flexibiliteit

Het gaat voor partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement te ver om een DBFMO contract tot op detail uit te pluizen om na te gaan welke mate van flexibiliteit het een ziekenhuis biedt. Dit wordt nadrukkelijk tot de verantwoordelijkheid van het ziekenhuis zelf gerekend. Indien gebrek aan flexibiliteit

in een DBFMO overeenkomst of een ongunstige demarcatie de exploitatie en hieruit voortvloeiende resultaten van het ziekenhuis negatief beïnvloed, dan kan dit wel gevolgen hebben voor toekomstige financierings- en borgingsmogelijkheden. Dit geldt ook voor een eventueel huurcontract als onderdeel van een DBFMO overeenkomst.

De bestuurlijke, juridische en organisatorische structuur

Hoewel bij toepassing van DBFMO veel zeggenschap met betrekking tot vastgoed verloren gaat, blijft de bestuurlijke, juridische en organisatorische structuur van een ziekenhuis ongemoeid. Voor partijen die betrokken zijn bij de bestaande financieringsstructuur gelden hieromtrent dan ook geen aandachtspunten.

Conclusie

Partijen die betrokken zijn bij de bestaande financieringsstructuur rekenen het afsluiten van DBFMO tot de verantwoordelijkheid van het ziekenhuis. Het afsluiten van DBFMO overeenkomsten hoeft in principe niet voorgelegd te worden aan partijen die betrokken zijn bij de bestaande financiering, laat staan dat er sprake is van een toetsing. Dit ligt anders als er sprake is van een bijzonder beheer situatie en/of wanneer de betaling van rente- en aflossingsverplichtingen in gevaar dreigt te komen. In dergelijke situaties is het ziekenhuis op basis van externe disciplinerende beperkt in zijn bevoegdheden om verplichtingen aan te gaan.

Wanneer ziekenhuizen na het afsluiten van een DBFMO overeenkomst financiering of borging aanvraagt voor een nieuwe investering, dan wordt bij de beoordeling van dit verzoek wel bekeken of het ziekenhuis gegeven de verplichtingen die reeds zijn aangegaan voor de DBFMO overeenkomst wel in staat is om nieuwe verplichtingen aan te gaan.

In beginsel mag echter geconcludeerd worden dat partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement redelijk neutraal staan tegenover toepassing van DBFMO constructies, mits ziekenhuizen voldoende kennis in huis hebben om de haken en ogen te zien. Dit wordt in principe echter tot de verantwoordelijkheid van het ziekenhuis zelf gerekend.

10.3.5 Vastgoedfonds

Vanuit het perspectief van bestaande financiers is een constructie waarbij gebruik wordt gemaakt van een vastgoedfonds synoniem aan een reguliere huurconstructie. Normaliter geldt voor huurovereenkomsten dat deze niet voorgelegd hoeven te worden aan partijen die betrokken zijn bij het financieringsarrangement. Een toetsing is doorgaans niet aan de orde.

Kredietwaardigheid

Huur kan leiden tot verkorting van de balans van een ziekenhuis. Bovendien hoeft een ziekenhuis de investeringskosten niet voor zijn rekening te nemen. Voor langjarige huurcontracten geldt echter dat ze over de gehele looptijd duurder uitpakken. Het exploitatieresultaat van een ziekenhuis zal hier enig effect van ondervinden. In de meeste gevallen echter niet dusdanig dat er sprake is van serieuze impact op de kredietwaardigheid van een ziekenhuis. Indien sprake is van een bijzonder beheersituatie, waarbij de kredietwaardigheid sowieso al een punt van zorg is, dan kunnen wel beperkingen gelden met betrekking tot de vrijheid die een ziekenhuis heeft om huurverplichtingen aan te gaan. In dat geval vindt wel een toetsing plaats door partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement.

Zekerheden

Huur, al dan niet van een vastgoedfonds, heeft geen gevolgen voor de verdeling van zekerheden.

Flexibiliteit

Langjarige huurcontracten kunnen de flexibiliteit van een ziekenhuis onnodig beperken indien ze betrekking hebben op vastgoed dat tot de buitenste schil van een ziekenhuis gerekend wordt.

De bestuurlijke, juridische en organisatorische structuur

Hoewel er bij het afsluiten van huurcontracten met ziekenhuizen enig zeggenschap met betrekking tot vastgoed verloren gaat, blijft de bestuurlijke, juridische en organisatorische structuur van een ziekenhuis ongemoeid. Voor partijen die betrokken zijn bij de bestaande financieringsstructuur gelden hieromtrent dan ook geen aandachtspunten of titel voor een toetsing.

Conclusie

Huurtransacties op zichzelf worden over het algemeen niet onderworpen aan een strenge toetsing door partijen die een rol spelen in het bestaande financieringsarrangement. Dergelijke transacties worden in principe gezien als een zaak waar het ziekenhuis zelf over gaat, tenzij sprake is van een bijzonder beheer situatie waarbij de betalingscapaciteit t.b.v. bestaande financieringen in de verdringing komt. In andere gevallen hebben partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement ook weinig aanknopingspunten voor bemoeienis. Wel kunnen huurcontracten met vastgoedfondsen gevolgen hebben voor de toekomstige bereidheid om financieringen en borgingen te verstrekken. Dure, langjarige en inflexibele huurcontracten kunnen dan gezien worden als risico vergrotende factor.

Marktconforme huurcontracten die samenhangen met investeringen die invulling geven aan een vraag zijn echter prima in te passen in de bestaande financieringsstructuur van ziekenhuizen. In de huidige situatie kan zelfs gesteld worden dat een aantal banken het toe zou juichen als ziekenhuizen het vastgoed dat zij tot hun buitenste schil rekenen zouden huren, zeker indien dit tot meer flexibiliteit en focus voor het ziekenhuis leidt. De financieringscapaciteit die hiermee mogelijk vrij komt kan dan mogelijk anders benut worden.

10.3.6 Sale and lease back

In het geval van een sale and lease back constructie treden er veranderingen op in de rendement- en risicokarakteristieken van een ziekenhuis (Meerwijk et al., 2005). Dit kan ook gevolgen hebben voor de toekomstige winstgevendheid. Alleen om deze reden is het voor bestaande financiers al van belang om een evenwichtig oordeel te vormen ten aanzien van toestemmingscriteria voor het aangaan van een sale en lease back constructie. Voor sale and lease back geldt dat de toetsing door partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement feitelijk een tweetal afzonderlijke toetsingen uitvoeren, namelijk één met betrekking tot de 'sale' en één met betrekking tot de 'lease'. Hierbij word ook ingegaan op facetten met betrekking tot zekerheden en flexibiliteit. Met betrekking tot de bestuurlijke, juridische en organisatorische structuur levert sale and lease back geen aandachtspunten op. Onderstaande exercitie heeft betrekking op sale and lease back van vastgoed dat reeds in gebruik is.

Sale

Met betrekking tot de sale zijn er een aantal zaken van belang:

1. De zakelijkheid van de transactie
2. Het wegvallen van hypothecaire zekerheden
3. Aanwending van de verkoopopbrengst

Allereerst met betrekking tot de zakelijkheid van de transactie. Hieromtrent geldt dat ziekenhuizen op basis van de Wet Toelating Zorginstellingen (WTZi) verplicht zijn om verkooptransacties te melden bij het College Sanering Zorginstellingen (CSZ). Het CSZ moet hiervoor vervolgens ook goedkeuring verlenen. Het CSZ houdt daarbij toezicht op het proces en de prijs. Hiermee wordt voorkomen dat er maatschappelijk kapitaal weglekt doordat vastgoed onder de marktwaarde verkocht wordt. Wel kan de marktwaarde ver onder de boekwaarde liggen. In dat geval wordt de solvabiliteit negatief beïnvloed. Zonder verkooptransactie zou een dergelijke herwaardering echter ook aan de orde geweest zijn. Een toetsing van dergelijke zaken achten zij te gedetailleerd vanuit hun rol en positie. Anderzijds kan een lease back met een langlopend huurcontract met een hoge huurprijs overigens ook tot transacties leiden waarbij de verkoopprijs ver boven de boekwaarde en marktwaarde ligt. Partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement lijken voor wat betreft de zakelijkheid van de transactie af te gaan op de professionaliteit van het ziekenhuis en het oordeel van het CSZ.

Indien er een hypotheek of andere zekerheid rust op een object dat verkocht wordt, dan is het niet toegestaan om dit object te verkopen of verpanden aan een derde partij. De bestaande financier kan in dat geval aflossing vragen in ruil voor het doorhalen van de hypotheek. Met betrekking tot het wegvallen van hypothecaire zekerheden, geldt in beginsel dat partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement van ziekenhuizen aflossing van onderliggende leningen zullen eisen, als voorwaarde voor het verlenen van roeyment op de hypotheek. Aandachtspunt is daarbij wel dat de opbrengst voldoende moet zijn om navenant af te kunnen lossen. De verkoopopbrengst van een sale and lease back transactie kan dus niet zonder beperkingen worden aangewend voor nieuwe investeringen of versterking van de liquiditeit. Indien aflossen

niet, of alleen tegen een hoge boeterente, mogelijk is kan overwogen om de opbrengst tijdelijk op een geblokkeerde rekening te storten die vervolgens aan bestaande financiers verpand wordt.

Indien een ziekenhuis de verkoopopbrengst niet wil aanwenden voor aflossing van bestaande leningen, maar voor nieuwe investeringen, dan geldt dat de beoogde investering zowel door banken als het WFZ beoordeeld zal worden zoals elk ander nieuw financierings- of borgingsverzoek. Op die manier dient voorkomen te worden dat banken en het WFZ via besteding van overliquiditeit, die voort komt uit de verkoopopbrengst, alsnog ongewild financier of garantieverstrekker worden voor investeringen die zij onwenselijk achten. Hoewel deze beoordeling geheel los staat van de sale and lease back constructie, wegen de gevolgen van de sale and lease constructie voor de algehele exploitatie wel mee in de beoordeling.

Lease back

Voor de lease back gelden met betrekking tot aandachtspunten en voorwaarden die vanuit het perspectief van partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement van belang zijn dezelfde uitgangspunten als bij elke andere huurtransactie. Langlopende contracten met een hoge huurprijs kunnen daarbij zwaar drukken op de exploitatie van een ziekenhuis en ten koste gaan van flexibiliteit. Beslissingen hieromtrent worden desondanks in beginsel over gelaten aan het ziekenhuis.

Partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement hebben ook slechts beperkt positie om voorwaarden te stellen of dergelijke transacties te verhinderen; de algemene perceptie is ook hier dat ziekenhuizen hier zelf over gaan. Dit is anders indien er sprake is van een bijzonder beheersituatie. Dan beschikken partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement over enige mogelijkheden om een transactie aan de voorkant te verhinderen. Vaak is een verplichting om de opbrengst van de sale aan te wenden voor aflossing van leningen echter al afdoende. Ook een duidelijk signaal met betrekking tot de gevolgen voor toekomstige financieringen en garanties kan bijzonder effectief zijn.

Het risico bestaat dat ziekenhuizen door gebrek aan kennis, expertise en ervaring niet in staat zijn de constructies goed te beoordelen op 'kleine lettertjes'. Vaak is er in de eerste instantie onvoldoende informatie (harde feiten) beschikbaar om te kunnen vaststellen in hoeverre de transacties zakelijk verantwoord zijn, en wat de impact is van de voorgenomen transacties op de kredietwaardigheid (voor de korte en lange termijn!).

- Het gevaar bestaat dat lasten naar de toekomst worden verschoven.
- Het ziekenhuis moet aannemelijk kunnen maken dat de transacties zakelijk verantwoord zijn (en geen 'paniekvoetbal'.

Conclusie

Het motief van ziekenhuizen om te besluiten tot het toepassen van sale and lease back constructies op vastgoed in de loop van de exploitatie is voor partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement vaak al aanleiding om kritisch te zijn. Dergelijke dure en inflexibele constructies zullen doorgaans tot stand komen uit nood. De vraag is of sale and lease back in dergelijke gevallen ook een oplossing biedt voor de langere termijn, of dat problemen feitelijk alleen maar groter worden vanwege verplichtingen die worden aangegaan voor de toekomst. Dit in acht nemende is roeyement van hypotheek en vrije aanwending van de verkoopopbrengst geen vanzelfsprekendheid. Het belangrijkste motief voor toepassing van sale and lease back wordt hiermee weggenomen. Voor sale and lease back van vastgoed in de loop van de exploitatie geldt derhalve dat het doorgaans frictie op zal leveren met het bestaande financieringsarrangement.

10.4 Conclusies

Zoals in de inleiding vermeld is het niet vanzelfsprekend dat bestaande financiers zondermeer toestemming geven voor het toevoegen van alternatieve financieringsinstrumenten aan de financieringsstructuur van een ziekenhuis. Ziekenhuizen doen er daarom verstandig aan om tijdig afstemming te zoeken met bestaande financiers indien er voornemens zijn voor toepassing van alternatieve financieringsinstrumenten. Ook met het oog op toekomstige financiering is het raadzaam om de zienswijze van bestaande financiers te kennen en inzicht te hebben in de gevolgen van de keuzes van nu. Sommige keuzes met betrekking tot alternatieve financieringsvormen zijn immers niet onderhevig aan directe toetsing, maar bepalen wel mede de businesscase voor de investering waarvoor in de toekomst wellicht wel financiering of borging nodig is.

In de praktijk wordt het hele scala van relevante factoren in onderlinge samenhang beoordeeld door partijen die een rol vervullen in het bestaande financieringsarrangement. Mede gelet op de veelheid en het karakter van de relevante factoren is het dan ook niet mogelijk om één uniforme en eenduidige kwantitatieve 'minimum eis voor toestemming' te definiëren met betrekking tot toepassing van de onderzochte alternatieve financieringsvormen. Vanuit het perspectief van de partijen die een rol vervullen in het bestaande financieringsarrangement is het totaal van de activiteiten en de invloed van het daaruit voortvloeiende risico op het ziekenhuis van belang.

In zijn algemeenheid kan daarbij wel gesteld worden dat veranderingen die direct of indirect afbreuk doen aan de kredietwaardigheid van de organisatie (anders gesteld: die het risico verhogen dat het ziekenhuis op korte of lange termijn niet meer aan zijn betalingsverplichtingen kan voldoen) als aandachtspunten gelden. De toets- en aandachtspunten die in dit hoofdstuk aan de orde komen vanuit het oogpunt van partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement vormen hierbij belangrijke invalshoeken.

Bij de beoordeling van financieringsinstrumenten en -structuren en zijn er een aantal criteria waarop bestaande financiers zich baseren. Daarbij houden ze ook rekening met de reikwijdte van hun bevoegdheid om bepaalde instrumenten of constructies te blokkeren. Bovendien met een blokkade uit te leggen zijn en passen binnen de proporties van het aandeel dat een financier in de totale financiering heeft. Zo heeft een financier met een exposure van enkele tonnen hele goede argumenten nodig om een transactie waarmee een aantal miljoen gemoeid zijn te blokkeren. Daarnaast is het van belang te melden dat zowel banken als het WFZ nadrukkelijk niet de wens en de intentie hebben om op de stoel van de ziekenhuisbestuurder te gaan zitten. Deze is in principe verantwoordelijk voor de keuzes die het ziekenhuis maakt. Het komt dan ook voor dat banken en het WFZ attenderen op vanuit hun optiek onverstandige beslissingen, zonder een directe blokkade op te werpen.

Een belangrijk punt om te noemen is dat er sprake kan zijn van een harde toetsing op basis van een harde positie waarbij een mogelijkheid bestaat om een transactie te blokkeren, maar dat er ook sprake kan zijn van ontwikkelingen bij een ziekenhuis waaromtrent partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement geen formele positie hebben om een transactie te blokkeren. In dat laatste geval worden ziekenhuizen er op gewezen dat beslissingen gevolgen kunnen hebben voor toekomstige financieringen en borgingsverzoeken. Zachte beïnvloedingsmogelijkheden kunnen daarmee ook van belang zijn. Gezien het feit dat alternatieve financiering vooral gezien moet worden als complementair ten opzichte van (on)geborgde bancaire financiering, lijken deze 'zachte' instrumenten vooralsnog een effectief instrument te zijn.

Concluderend kan gesteld worden dat het moeilijk is om de inpasbaarheid van alternatieve financieringsvormen in zijn algemeenheid te kwantificeren. Onderstaande invulling moet dan ook vooral gezien worden als indicatie van de inpasbaarheid in het bestaande financieringsarrangement, met in achtneming van alle disclaimers, mitsen en maren die de revue zijn gepasseerd. Zoals reeds veelvuldig vermeld kan een echte beoordeling enkel plaats vinden op basis van concrete casuïstiek. De haalbaarheid van de onderliggende businesscase van de investering waarvoor financiering gevraagd wordt is daarbij bijvoorbeeld een aspect dat binnen dit onderzoek buiten beschouwing wordt gelaten. Ook voor de inpasbaarheid in de bestaande financieringsstructuur is dit wel degelijk een factor van belang. De inkleuring van onderstaande tabel is derhalve vooral richtinggevend. De duiding in de voorgaande pagina's en hoofdstukken van dit onderzoek zijn daarbij van groot belang voor een goede interpretatie.

Alternatieve financieringsvorm
Extern eigen vermogen (door gebruik van private equity)
Obligatieleningen
Co-lending
DBFMO
Vastgoedfondsen
Sale and lease back (van vastgoed in de loop van de exploitatie)

Tot slot dient ook opgemerkt te worden dat er geen sprake is van een statische maar van een dynamische situatie; mede onder invloed van beleidsmaatregelen van de overheid veranderen de karakteristieken van markten in de tijd bezien. Dit zal dus ook gelden voor de beoordelingscriteria en aandachtspunten die voor

partijen die een rol vervullen in het bestaande financieringsarrangement van belang zijn bij het managen van risico's die samenhangen met wijzigingen in de financieringsstructuur als gevolg van toepassing van alternatieve financieringsvormen.

11 Analyse

11.1 Inleiding

In de voorgaande hoofdstukken zijn de onderzochte alternatieve financieringsvormen besproken vanuit de perspectieven van alternatieve financiers, ziekenhuizen en de partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement. Per financieringsarrangement is daarbij vanuit elk perspectief getracht om een beeld te vormen van de potentiële toepasbaarheid. De conclusies kunnen daarbij conflicteren; wat vanuit het perspectief van een ziekenhuis een aantrekkelijke alternatieve financieringsvorm is, sluit niet per definitie aan op de criteria die vanuit alternatieve financier van belang zijn. In dit hoofdstuk worden de afzonderlijke conclusies met elkaar in verband gebracht, zodat een deel ontstaat van matches die in de praktijk potentie bieden voor alle betrokkenen.

Hiervoor wordt gebruik gemaakt van onderstaand model. Op basis van de conclusies in voorgaande hoofdstukken worden de verschillende alternatieve financieringsinstrumenten in onderstaande tabel gepositioneerd.

- A. -/- Toepassing alternatieve financieringsvorm zowel vanuit het perspectief van de alternatieve financier als vanuit het perspectief van het ziekenhuis niet aantrekkelijk.
- B. +/- Toepassing alternatieve financieringsvorm vanuit het perspectief van de alternatieve financier aantrekkelijk, vanuit het perspectief van het ziekenhuis niet.
- C. -/+ Toepassing alternatieve financieringsvorm vanuit het perspectief van de alternatieve financier niet aantrekkelijk, vanuit het perspectief van het ziekenhuis wel.
- D. ++ Toepassing alternatieve financieringsvorm zowel vanuit het perspectief van de alternatieve financier als vanuit het perspectief van het ziekenhuis aantrekkelijk.



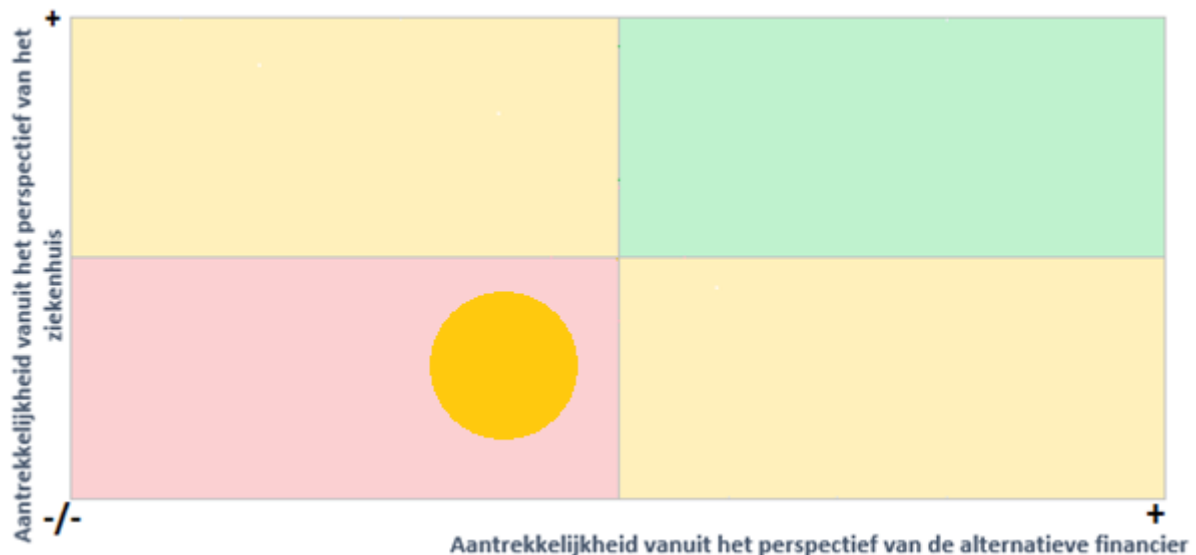
Figuur 11.1, analysemodel toepasbaarheid alternatieve financieringsvormen

De positionering in de tabel gebeurt middels een cirkel met de kleur rood, oranje of groen. Deze kleur biedt een weergave van de inpasbaarheid van de alternatieve financiering in de bestaande financieringsstructuur. Rood staat daarbij voor niet of bijzonder moeilijk inpasbaar, groen voor (relatief) makkelijk inpasbaar bij verantwoord gebruik. Oranje moet worden geïnterpreteerd als een 'ja, mits...' of 'nee, tenzij...'.

11.2 Analyse

11.2.1 Extern eigen vermogen

De optelsom van de deelconclusies uit de hoofdstukken 8, 9 en 10 zoals weergegeven in figuur 11.2 leidt tot de conclusie dat op korte termijn nog geen grote rol is weggelegd voor extern eigen vermogen in de vorm van private equity bij de financiering van ziekenhuisvastgoed. Zowel vanuit het perspectief van de alternatieve financier als vanuit het perspectief van de ziekenhuizen geldt dat er (vooralsnog) veel haken en ogen zitten aan financiering van een ziekenhuis middels private equity. Daarnaast is ook de inpasbaarheid in de bestaande financieringsstructuur aan een flink aantal voorwaarden onderhevig.



Figuur 11.2, Toepasbaarheid extern eigen vermogen/private equity

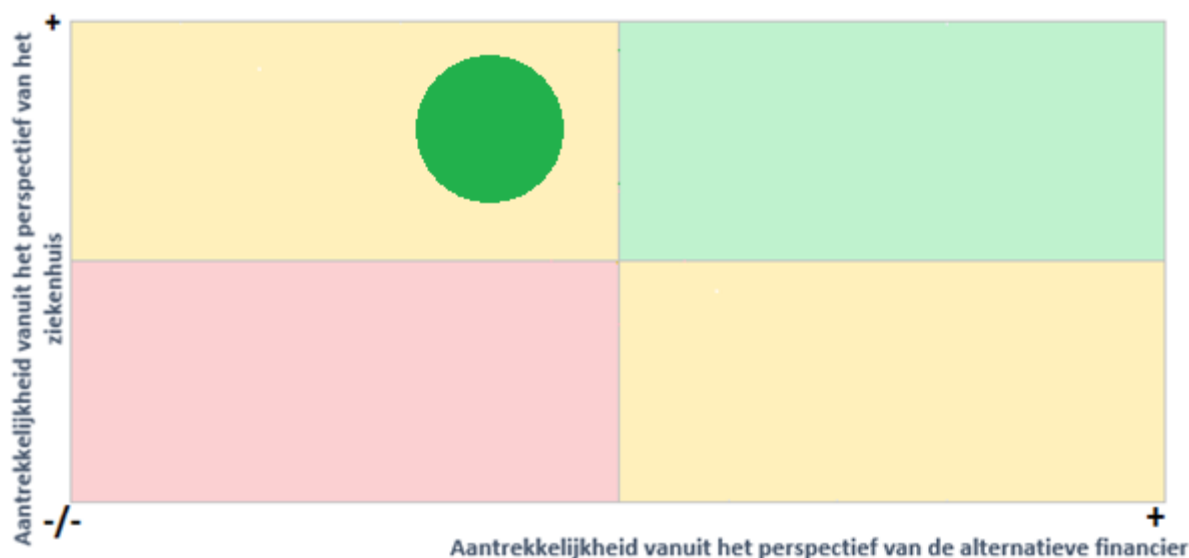
Met betrekking tot de financiering van ziekenhuizen middels private equity is de voornaamste conclusie dat de tijd nog niet rijp is. In potentie biedt het weliswaar voor ziekenhuizen en investeerders kansen, het huidige zorgstelsel dat zich kenmerkt door gereguleerde marktwerking (een ambigue vorm ergens tussen overheidsregulatie en marktwerking in) zorgt vooralsnog echter voor terughoudendheid bij private equity partijen. Pas als de spelregels in het stelsel en het eindperspectief van de transities duidelijk zijn, zullen private investeerders hun interesse verder concretiseren. Ook de voorwaarden die (mits überhaupt toegestaan) gelden voor winstuitkering kan een rol spelen bij de terughoudendheid van private equity partijen ten aanzien van ziekenhuizen. Tegelijkertijd hebben ziekenhuizen zelf ook nog een flinke slag te maken alvorens zij een aantrekkelijke investering worden voor private equity partijen. Management en sturingsinformatie moet beter, daarnaast zijn ook de huidige organisatievormen niet geschikt voor het maximaleren van rendement.

Vanuit het ziekenhuis zelf lijkt anderzijds ook nog veel terughoudendheid te bestaan ten aanzien van privaat vermogen. De wijzigende verhoudingen in eigendom en zeggenschap werpen daarbij moeilijke vraagstukken op. Het uit handen geven van zeggenschap aan een partij waarvan op voorhand niet duidelijk is of belangen gelijkgericht zijn is daarbij een groot (maatschappelijk) risico. De aanpassingen met betrekking tot het organisatiemodel die private equity partijen zullen doorvoeren zullen bovendien veel impact hebben. Daarnaast zal het een lastige opgave zijn om de juiste prijs vast te stellen voor een financieel gezond ziekenhuis. Bij een te lage prijs lekt er immers maatschappelijk kapitaal weg naar private partijen.

Partijen die betrokken zijn bij de bestaande financieringsstructuur zijn minder principieel, maar stellen wel strenge voorwaarden bij de herziening van de juridische structuur die aan de orde is bij gebruik van extern eigen vermogen. Mogelijk dat de gestelde voorwaarden voor private equity partijen een extra barrière vormen. Vooral banken zien echter ook voordelen ten aanzien van extern eigen vermogen bij ziekenhuizen; het meer bedrijfsmatig runnen van een ziekenhuis biedt immers ook prikkels die uiteindelijk tot een (financieel) sterker ziekenhuis kunnen leiden.

11.2.2 Obligatieleningen

De optelsom van de deelconclusies uit de hoofdstukken 8, 9 en 10 zoals weergegeven in figuur 11.3 leidt tot de conclusie dat obligatieleningen vanuit het perspectief van ziekenhuizen een aantrekkelijke aanvulling vormen op de bestaande financieringsmogelijkheden. Ook zijn obligatieleningen bij een verantwoord gebruik goed inpasbaar in de bestaande financieringsstructuur. De partijen die de alternatieve financiering van ziekenhuizen middels obligatieleningen voor hun rekening zouden moeten nemen zijn echter nog terughoudend vanwege de moeilijk in te schatten risico's.



Figuur 11.3, Toepasbaarheid obligatieleningen

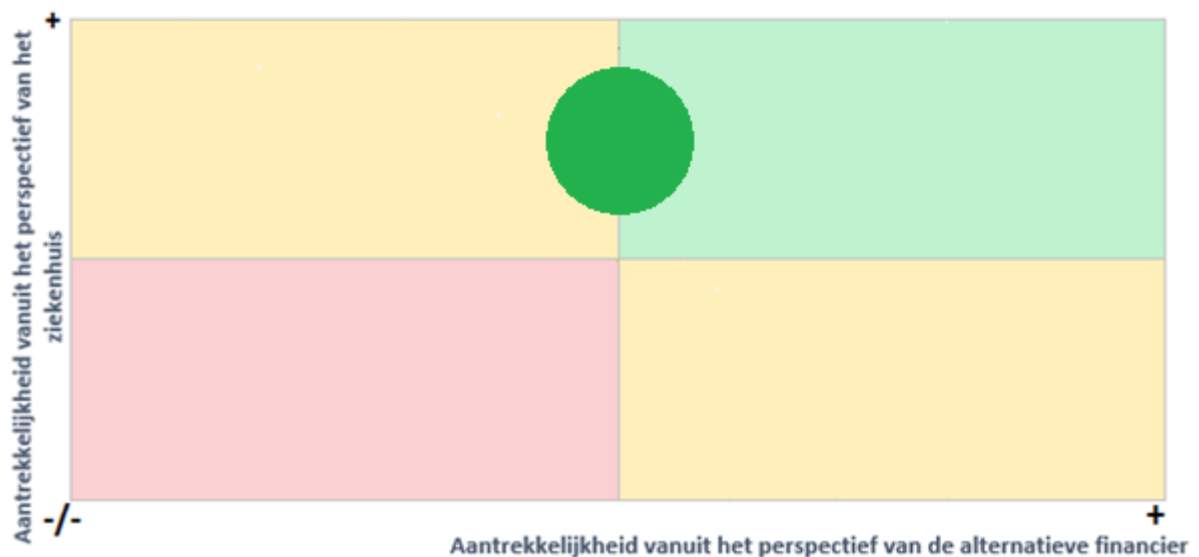
Veel zorgaanbieders hebben hun hoop gevestigd op institutionele beleggers met betrekking tot alternatieve financiering middels obligatieleningen. Institutionele beleggers tonen hierbij wel interesse, maar concretiseren deze interesse (nog) niet. Vooral de complexiteit van de zorgsector waarbij beleidsmatige en politieke risico's lastig in te schatten zijn leidt tot terughoudendheid ten aanzien van financiering van ziekenhuizen. Om actief te worden in de zorgsector moet daarom geïnvesteerd worden in specifieke kennis en expertise.

Voor ziekenhuizen zouden obligatieleningen wel een welkome aanvulling zijn op de bestaande financieringsmogelijkheden. Een belangrijk voordeel van financiering middels obligatieleningen is de beperkte inbreuk in de zeggenschap. Zowel met betrekking tot het vastgoed als met betrekking tot het ziekenhuis zelf houden obligatiehouders afstand. Wel is de toegang tot werkkapitaal een aandachtspunt; blijvende risicodragende betrokkenheid van een bank bij de financiering is hierbij van belang.

Indien obligatieleningen marktconform zijn en geen afwijkende voorwaarden kennen, zijn ze makkelijk inpasbaar in de bestaande financieringsstructuur. Dit geldt ook als voordeel.

11.2.3 Co-lending

De optelsom van de deelconclusies uit de hoofdstukken 8, 9 en 10 zoals weergegeven in figuur 11.4 leidt tot de conclusie dat co-lending vanuit het perspectief van ziekenhuizen een aantrekkelijke aanvulling vormt op de bestaande financieringsmogelijkheden. Ook is co-lending bij een verantwoord gebruik goed inpasbaar in de bestaande financieringsstructuur. Voor partijen die de alternatieve financiering van ziekenhuizen middels co-lending voor hun rekening zouden moeten nemen biedt deze route interessante mogelijkheden om kennis en expertise op te doen over financiering van ziekenhuizen. Eventueel als opmaat naar toepassing van obligatieleningen zonder tussenkomst van banken. Ook co-lending zal zich echter nog in de praktijk moeten bewijzen. Vooralsnog vervullen institutionele beleggers ook met een intermediaire rol van banken geen rol bij de ongeborgde financiering van ziekenhuizen.



Figuur 11.4, Toepasbaarheid Co-lending

11.2.4 DBFMO

De optelsom van de deelconclusies uit de hoofdstukken 8, 9 en 10 zoals weergegeven in figuur 11.5 leidt tot de conclusie dat DBFMO zowel voor alternatieve financiers als voor ziekenhuizen geen aantrekkelijke financieringsvorm is. Partijen die betrokken zijn bij de het bestaande financieringsarrangement zijn daarbij eveneens kritisch.



Figuur 11.5, Toepasbaarheid DBFMO

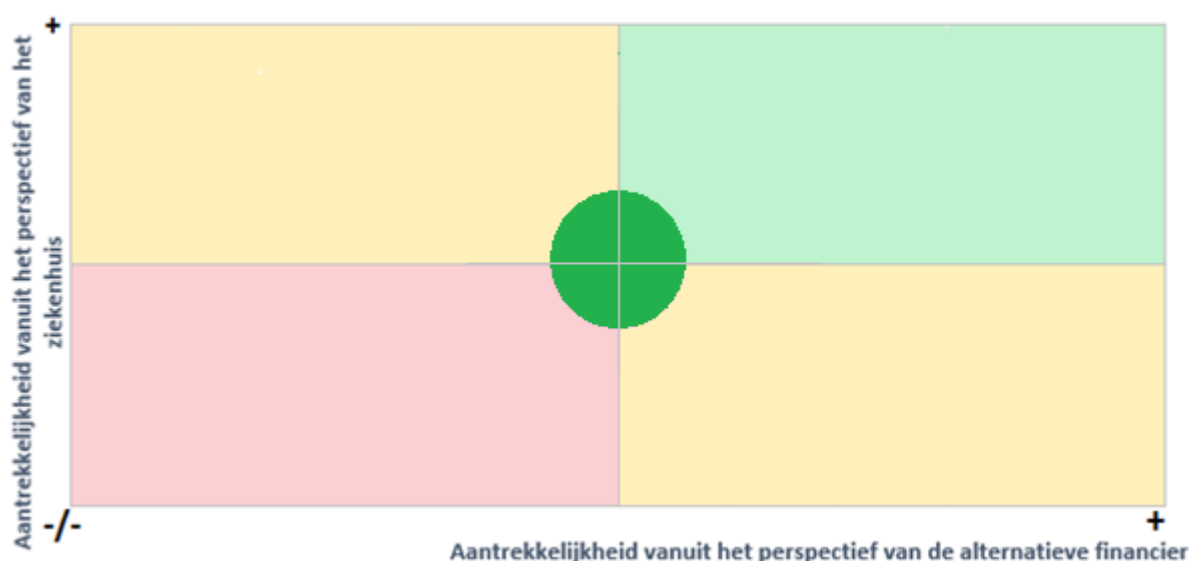
Voor (alternatieve) financiers bieden DBFMO constructies bij ziekenhuizen geen meerwaarde, omdat zij ook zonder tussenkomst van een DBFMO consortium rechtstreeks zaken kunnen doen met ziekenhuizen. De partijen in het DBFMO consortium die het meeste van een DBFMO deal profiteren, zijn niet de partijen die voldoende kapitaalcrachtig zijn om de financiering te verstrekken.

Het belangrijkste argument vanuit het perspectief van ziekenhuizen tegen toepassing van DBFMO constructies is dat het DBFMO uit gaat van 'steady state', terwijl het gebruik van ziekenhuisvastgoed juist om dynamiek vraagt. Daarnaast geldt de complexiteit van de contracten als belangrijke factor tegen toepassing van DBFMO bij ziekenhuizen. Zeker met betrekking tot meer specifiek ziekenhuisvastgoed moet bovendien de vraag gesteld worden of vastgoedpartijen überhaupt over de juiste kennis beschikken om de veronderstelde meerwaarde te leveren.

Het bovenstaande in acht nemend, gelden omvangrijke DBFMO constructies ook voor partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement als een additioneel risico. Sommige partijen achten ziekenhuizen niet in staat om dergelijke contracten te managen. Toetsing vooraf is doorgaans niet aan de orde. Wel kunnen ongunstige en omvangrijke DBFMO overeenkomsten de toegang tot financiering en borging in de toekomst beperken.

11.2.5 Vastgoedfondsen

De optelsom van de deelconclusies uit de hoofdstukken 8, 9 en 10 zoals weergegeven in figuur 11.6 leidt tot de conclusie dat de financiering van vastgoed van ziekenhuizen met behulp van een vastgoedfonds mogelijkheden biedt. Zowel vanuit het perspectief van de vastgoedfondsen als vanuit het perspectief van ziekenhuizen geldt hierbij echter dat de mogelijkheden betrekking hebben op meer courante delen van het ziekenhuis met meer algemene functies. Voor partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement geldt dat zij vooral bij het verstrekken van nieuwe financieringen en borgingen een oordeel vellen over eventuele huurcontracten bij vastgoedfondsen. Indien er sprake is van weloverwogen beleid met betrekking tot huur van vastgoed dan zal dit echter niet op bezwaren stuiten.



Figuur 11.6, Toepasbaarheid 'Vastgoedfondsen'

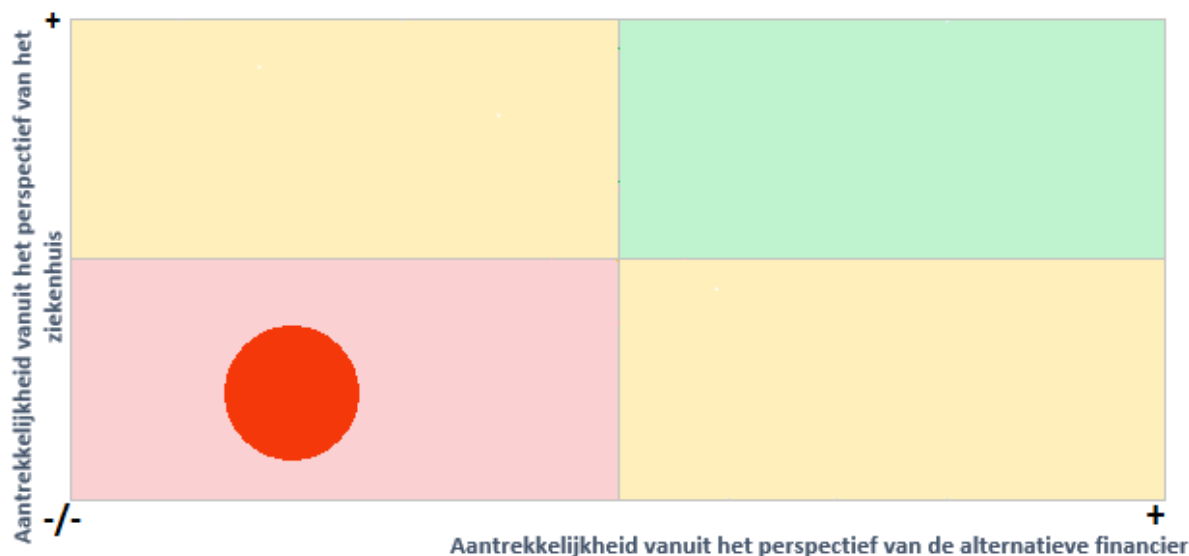
Vastgoedfondsen hebben tot dusver slechts beperkt interesse getoond in het vastgoed van ziekenhuizen, maar inmiddels zien zij wel mogelijkheden met betrekking tot de meer courante delen van een ziekenhuis welke tot de zogenoemde buitenste schil gerekend worden. Deze delen bieden meer multifunctionaliteit en flexibiliteit dan het vastgoed dat tot de binnenste kern van het ziekenhuis behoort. Daarmee is het risico voor vastgoedfondsen beperkter. Bovendien komt de kennis en expertise van vastgoedfondsen hier beter tot zijn recht.

Andersom geldt voor ziekenhuizen dat zij het vastgoed dat veel impact heeft op de primaire processen niet uit handen willen geven. Vooral het zeggenschap is hierbij een belangrijke afweging om dit vastgoed in eigen bezit en beheer te houden. Voor vastgoed dat minder specifiek is kunnen vastgoedfondsen een interessante partner zijn. Voorwaarde is dan wel dat vastgoedfondsen ziekenhuizen dan ook echt extra flexibiliteit moeten bieden in de buitenste schil. Huurcontracten dienen daartoe korter te zijn dan de economische levensduur van het vastgoed.

Bovenstaande afwegingen zijn ook van invloed op de inpasbaarheid binnen de bestaande financieringsstructuur. Hoewel partijen die betrokken zijn bij het bestaande financieringsarrangement huurcontracten normaliter niet op voorhand toetsen, kunnen omvangrijke inflexibele huurcontracten die zwaar op de exploitatie drukken en de flexibiliteit beperken nadelige gevolgen hebben voor mogelijkheden voor toekomstige financierings- en borgingsmogelijkheden. Wanneer huur onderdeel is van weloverwogen beleid en zorgen voor extra flexibiliteit dan geldt de juist als pré.

11.2.6 Sale and lease back

De optelsom van de deelconclusies uit de hoofdstukken 8, 9 en 10 in onderstaande tabel leidt tot de conclusie dat sale and lease back in de loop van de exploitatie zowel voor vertrekkers van alternatieve financiering als voor ziekenhuizen een onaantrekkelijke optie is. Ook de inpasbaarheid in het bestaande financieringsarrangement leidt tot problemen.



Figuur 11.7, Toepasbaarheid 'Sale and lease back'

Voor alternatieve financiers is het van belang te beseffen dat sale and lease back van vastgoed in de loop van de exploitatie bijzonder risicovol is. Indien deze risico's vertaald worden in een hoger rendement, leidt dit feitelijk alleen maar tot extra risico's. Van belang is het besef dat enkel ziekenhuizen met een beperkte kredietwaardigheid en/of een hoog risicoprofiel zullen overwegen vastgoed in de loop van de exploitatie onderdeel te maken van een sale and lease back transactie. Hogere verplichtingen vergroten daarmee de kans op een default.

Voor sale and lease back geldt dat de opbrengst altijd een sigaar uit eigen doos zal zijn voor het ziekenhuis. De opbrengst bij de verkoop wordt bepaald door de hoogte van de lease termijnen en de exit yield van de investeerder (wat zeker bij een negatieve waardeontwikkeling een groot risico is voor de toekomst). Daarbij zal altijd sprake zijn van een rendement voor de partij die het object over neemt. Een AFM kredietwaarschuwing 'let op, geld lenen kost geld' is hier dan ook op zijn plaats.

Belangrijk is hierbij te vermelden dat voor financial lease van vastgoed vanaf het begin van de looptijd of operational lease van medische apparatuur of ICT meer genuanceerde conclusies gelden. Het doorgronden van de totale contractkosten blijft echter ook bij deze varianten een belangrijk aandachtspunt.

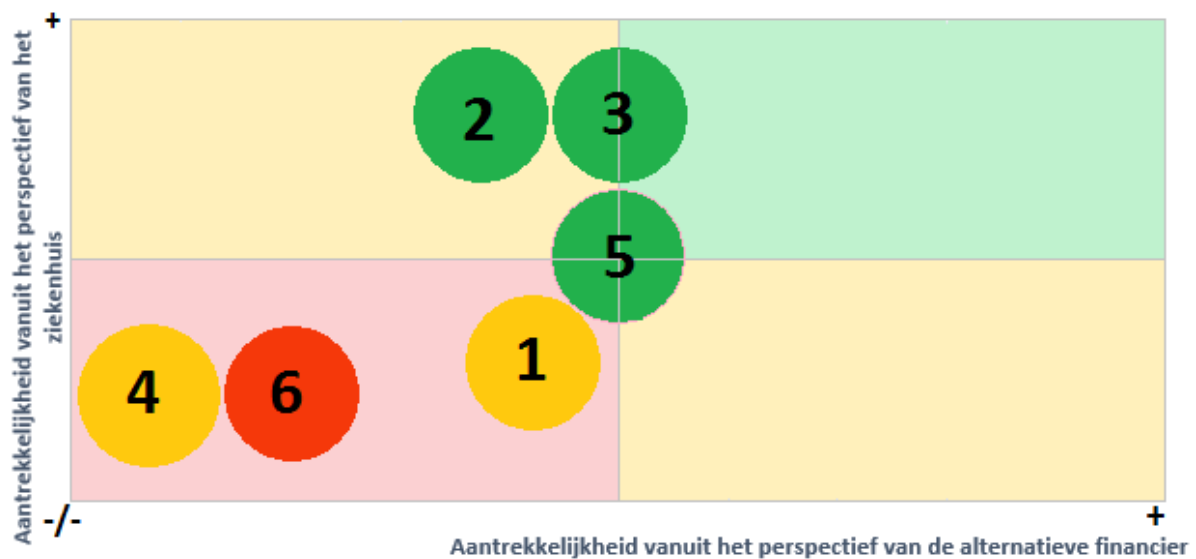
11.3 Conclusie

Onderstaande figuur, waarin alle alternatieve financieringsvormen die in dit onderzoek aan bod komen zijn opgenomen, laat zien dat geen enkel van de financieringsvormen een zogenoemd panacee is. Wel hebben verschillende alternatieve financieringsvormen potentie met betrekking tot toepasbaarheid bij ziekenhuizen.

Vanuit het perspectief van ziekenhuizen gelden vooral de obligatieleningen en co-lending daarbij als interessante opties. Voor beiden geldt echter dat de alternatieve financiers in kwestie (nog) terughoudend zijn ten aanzien van de zorgsector. Met betrekking tot huur van vastgoedfondsen geldt zowel vanuit het perspectief van het ziekenhuis als vanuit het perspectief van de vastgoedfondsen dat de toepassingsmogelijkheden heel erg afhankelijk zijn van de functie van het vastgoed. Te specifiek vastgoed dat veel impact heeft op de primaire processen in ziekenhuizen komt niet in aanmerking voor huurconstructies.

Voor obligatieleningen en co-lending geldt daarbij dat ze goed inpasbaar zijn in de financieringsstructuur. Met betrekking tot het aantrekken van extern eigen vermogen bij private equity partijen geldt dat de inpasbaarheid in de bestaande financieringsstructuur lastiger kan zijn. In ieder geval is sprake van een toetsing waarbij voorwaarden gesteld zullen worden. Voor huur is dit niet aan de orde, maar omvangrijke inflexibele huurcontracten kunnen wel nadelige gevolgen hebben voor financiering en borging in de verdere toekomst. Dit geldt ook voor DBFMO constructies. Voor sale and lease back constructies bij vastgoed in de loop van de exploitatie geldt dat al bij de transactie problemen ontstaan.

Feitelijk is de hoofdvraag hiermee beantwoord. In het volgende hoofdstuk vindt een verdere verdieping plaats op deze conclusies en worden ze vertaald naar aanbevelingen. Gezien de beperkte potentie van toepassing van alternatieve financiering middels extern eigen vermogen, DBFMO constructies en sale and lease back van vastgoed in de loop van de exploitatie worden deze bij de verdieping van de conclusies en vertaling aanbevelingen buiten beschouwing gelaten. De focus in hoofdstuk 12 ligt daarmee op alternatieve financiering middels obligatieleningen, co-lending en vastgoedfondsen.



Figuur 11.7, Toepasbaarheid alternatieve financieringsvormen bij ziekenhuizen. 1. Extern eigen vermogen/private equity, 2. Obligatieleningen, 3. Co-lending, 4. DBFMO, 5. Vastgoedfondsen, 6. Sale and lease back (in de loop van de exploitatie).

H12 Conclusies en aanbevelingen

12.1 Inleiding

In dit hoofdstuk vindt een verdere verdieping van de conclusies plaats. Met de conclusies waarmee hoofdstuk 11 is afgesloten, is de beantwoording van de hoofdvraag van dit onderzoek daarbij het startpunt.

De hoofdvraag in het inleidende hoofdstuk was als volgt:

Welke rol kunnen alternatieve financieringsinstrumenten vervullen bij de financiering van ziekenhuisvastgoed, rekening houdend met de context van de bestaande financieringsstructuur?

Zoals uit in voorgaande hoofdstukken reeds is gebleken, is geen eenduidig antwoord mogelijk op de hoofdvraag. Wel is duidelijk geworden dat voor een aantal van de onderzochte alternatieve financieringsvormen (vooralsnog) geen rol is weggelegd bij de financiering van ziekenhuizen, terwijl de rol andere financieringsvormen afhankelijk is van de specifieke situatie. In dat verband zijn alternatieve financiering door middel van extern eigen vermogen van private equity partijen, BDFMO en sale and lease back van vastgoed in de loop van de exploitatie met als doel liquiditeit vrij te spelen ‘afgevallen’, terwijl conclusies met betrekking tot obligatieleningen, co-lending en vastgoedfondsen een verdere verdieping vragen om een goed beeld te kunnen schetsen van de (potentiële) mogelijkheden en beperkingen.

Met betrekking tot obligatieleningen is duidelijk geworden dat institutionele beleggers interesse in de zorgsector, maar concretiseren deze interesse nog niet. De complexiteit van de Nederlandse zorgsector met de veelvuldig genoemde lastig in te schatten politieke en beleidsmatige onzekerheden vormen hierbij een belangrijke drempel. Voor onzekerheden geldt daarbij dat ze niet in te prijzen zijn, zoals dat bij risico's wel het geval is. Voor de tweedelijns zorg geldt daarbij dat de beleidsmatige dynamiek groter is dan bij de eerstelijns zorg. Ook bij vastgoedfondsen bestaat vanuit dit oogpunt een voorkeur voor beleggingen in vastgoed van eerstelijns zorg (de meer behapbare omvang van de objecten speelt hier ook een rol).

Vanwege de complexiteit van het zorgstelsel en de lastig in te schatten risico's, beseffen zowel institutionele beleggers als vastgoedfondsen dat betrokkenheid bij financiering van vastgoed van ziekenhuizen om specifieke kennis, expertise en voldoende organisatiecapaciteit voor actief beheer vraagt. Verschillende vastgoedfondsen hebben afgelopen jaren kennis en organisatiecapaciteit opgebouwd met de intentie geleidelijk een portefeuille van zorgvastgoed op te bouwen. Daarbij is in de eerste instantie is gekeken naar courant vastgoed in deelsectoren waar de beleidsdynamiek beperkt is. Vastgoed van tweedelijns zorgaanbieder viel hierbij in de eerste instantie buiten de scope. Inmiddels geldt dat er voor specifieke delen van ziekenhuizen wel interesse bestaat.

Institutionele beleggers hebben hun interesse nog niet geconcretiseerd. Met het oog op de complexiteit en dynamiek geldt het ontbreken van de benodigde kennis als drempel. Genoemde factoren zorgen er ook voor dat het risicoprofiel van een ziekenhuis niet te objectiveren is in een kredietrating van een agency. Als het om een Nederlands algemeen ziekenhuis gaat, wordt door potentiële kopers van obligaties dan ook weinig waarde gehecht aan een eventuele rating. Juist de risico's die niet in een rating te vangen zijn, worden relevant geacht. Co-lending met een (mede risico dragende) agency-rol voor de bank vormt hierbij een mogelijkheid voor institutionele beleggers om geleidelijk kennis en expertise op te doen met financiering van ziekenhuizen. Op kortere termijn ligt co-lending daarom meer voor de hand dan obligatieleningen.

De rol van de genoemde alternatieve financieringsvormen bij de financiering van ziekenhuizen staat hiermee echter nog niet vast. Zowel voor alternatieve financiers als ziekenhuizen geldt dat zij per casus hun afwegingen maken. In de hierop volgende paragraaf wordt nader ingegaan op twee variabelen, die tot vier combinaties van afwegingen bij alternatieve financiers en ziekenhuizen kan leiden, die vervolgens elk hun eigen conclusies kennen.

12.2 Vier conclusies

Eerder is geconcludeerd dat de functie van het vastgoed waarvoor financiering gewenst is, als belangrijke afweging geldt bij het bepalen van de juiste (alternatieve) financieringsvorm. Zowel vanuit de het perspectief van alternatieve financiers (met het oog op de courantheid), als vanuit het perspectief van ziekenhuizen (met

het oog op zeggenschap) is dit een factor van belang. Teneinde tot zinvolle conclusies en aanbevelingen te komen, wordt daarom in de conclusies en aanbevelingen onderscheid gemaakt tussen:

1. Zeer specifiek vastgoed waarin de primaire processen van het ziekenhuis plaats vinden en daarmee tot de kern van het ziekenhuis behoort. Het gaat hier dan in de eerste plaats om de vastgoed dat onderdak biedt aan de 'hotfloor'; intensive care, nucleaire geneeskunde, spoedeisende hulp, de operatieafdeling, verlosafdeling, centrale sterilisatie afdeling. Keuzes met betrekking tot dit vastgoed zijn zeer ingrijpend voor het dagelijks functioneren van het ziekenhuis.
2. Vastgoed dat meer algemene kenmerken vertoont en dat niet direct van grote invloed is op de primaire processen van een ziekenhuis, maar wel deel uit maakt van het geheel. Daarbij kan gedacht worden aan poliklinische afdelingen, algemene patiënten voorzieningen, spreekurenafdelingen, algemene personeelsvoorzieningen en kantoorruimtes. Deze functies worden tot de buitenste schil gerekend.

Daarnaast is gebleken dat verstrekkers van off balance financiering op verschillende punten andere afwegingen hanteren dan verstrekkers van on balance financiering. Ook dit is een factor van belang bij het formuleren van conclusies. Met in achtname van beide 'variabelen', worden onderstaand een viertal conclusies geformuleerd. Daarbij worden belangrijke overwegingen van alternatieve financiers en ziekenhuizen ook genoemd.

	Specifiek vastgoed ('kern')	'Buitenste schil'
Off balance financiering	Conclusie I	Conclusie III
On balance financiering	Conclusie II	Conclusie IV

Conclusie I:

Voor specifiek vastgoed dat tot de kern van een ziekenhuis behoort, ligt toepassing van alternatieve (off balance) financieringsinstrumenten zoals een vastgoedfonds of sale en lease back niet voor de hand.

Mogelijke matches tussen vraag en aanbod met betrekking tot off balance alternatieve financiering van ziekenhuisvastgoed, zitten in vastgoed met functies die niet tot de kern van het ziekenhuis behoren. Voor vastgoedfondsen geldt dat zij geen interesse hebben in dit specifieke en incurante vastgoed, terwijl ziekenhuizen veel waarde hechten aan het zeggenschap met betrekking tot dit vastgoed dat sterk ingrijpt op hun primaire processen. Een aantal conclusies met betrekking tot dit zeer specifieke vastgoed is hierbij van belang:

Vanuit het perspectief van verstrekker van off balance financiering:

- De specifieke functie van het vastgoed dat tot de kern van het ziekenhuis behoort, maakt dat de alternatieve aanwendbaarheid zeer beperkt is. In geval van een faillissement betekent dit dat de opbrengsten van het leegkomend vastgoed nauwelijks opbrengst zullen genereren. Voor investeerders leidt dit tot grotere risico's op die enkel af te dekken zijn met langjarige huurcontracten.
- Langjarige huurcontracten hebben enkel waarde als een huurder in staat is om zijn verplichtingen op korte en lange termijn na te komen. De investeerder zal zich daarom moeten verzekeren van de continuïteit van de huurder. Vastgoedkennis is hierbij ondergeschikt aan kennis van het Nederlandse zorgstelsel. Daarmee valt het buiten de specifieke competenties van vastgoedfondsen.
- Vastgoedfondsen zijn voornamelijk afhankelijk van externe partijen als het gaat om dergelijke kennis en kiezen daarom voor het principe van 'schoenmaker, blijf bij je leest'. Daarbij geldt de perceptie dat vastgoedfondsen in vastgoed investeren, niet in ziekenhuizen.

Vanuit het perspectief van het ziekenhuis:

- De langjarige huurcontracten die off balance financiers eisen bij specifiek vastgoed, gaan ten koste van de flexibiliteit voor de zorgaanbieder. Daarmee neemt de toegevoegde waarde van off balance financiering af. De kosten liggen zelfs hoger, dan bij eigendom.

- Vastgoed met een dergelijk specifieke functie vraagt niet alleen om kennis van vastgoed, maar wellicht nog wel meer om kennis van zorgprocessen. Dit is een extra argument om specifiek vastgoed dat sterk ingrijpt op primaire processen van een ziekenhuis op de eigen balans te houden.
- Daarbij geldt dat met betrekking tot vastgoed dat tot de kern van het ziekenhuis behoort, het uit handen geven van zeggenschap een groot risico vormt, gezien de grote impact op de primaire processen.

Dit leidt tot de conclusie dat het zowel voor investeerders als voor ziekenhuizen onwenselijk is om specifiek vastgoed dat vanuit zorgperspectief tot de kern van een ziekenhuis behoort, te financieren middels financieringsinstrumenten waarbij het eigendom bij de investeerder ligt. Voor vastgoed dat tot de kern van een ziekenhuis behoort, ligt toepassing van alternatieve (of balance) financieringsinstrumenten zoals een vastgoedfonds of sale en lease back daarmee niet voor de hand. Zowel vanuit het perspectief van de alternatieve financier als vanuit het perspectief van het ziekenhuis is deze conclusie van toepassing.

Conclusie II

Financiering van specifiek vastgoed dat tot de kern van het ziekenhuis behoort door middel van alternatieve 'on balance' financieringsinstrumenten als obligatieleningen of co-lending biedt voordelen voor ziekenhuizen. Institutionele beleggers missen op dit moment echter nog de kennis en expertise om risico's goed in te rekenen. Co-lending waarbij institutionele beleggers profiteren van de kennis en expertise van banken zou een opmaat kunnen zijn voor alternatieve financiering middels obligatieleningen in de toekomst. Meer consistentie in overheidsbeleid zou hierbij terughoudendheid die veel beleggers nu nog hanteren ten aanzien van de zorgsector wegnemen.

Toepassing van alternatieve financieringsinstrumenten waarbij het vastgoed dat tot de kern van een ziekenhuis behoort op de balans van het ziekenhuis blijft staan en ook de zeggenschap over het vastgoed overwegend bij het ziekenhuis blijft liggen, heeft vanuit het perspectief van het ziekenhuis een sterke voorkeur. Hiermee vormen alternatieve financieringsinstrumenten als obligatieleningen en co-lending een aantrekkelijke optie. Omdat de waarde van het onderpand beperkt is bij dergelijk vastgoed maakt het hierbij vanuit het oogpunt van risico weinig uit of er sprake is van balansfinanciering of objectfinanciering. Om die reden is het voor financiers van groot belang inzicht te hebben in risico's. Zonder dit inzicht is financieren onmogelijk.

Vanuit het perspectief van verstrekker van on balance financiering:

- Zoals in voorgaande conclusies vermeld, is het bij on balance financiering van specifiek en incurant ziekenhuisvastgoed voor financiers van belang om een goed beeld te hebben van de kredietwaardigheid en het risicoprofiel van een ziekenhuis. Dit is immers de enige garantie op betaling van rente en aflossing op het verstrekte krediet. Vastgoedkennis is hierbij ondergeschikt aan kennis van het Nederlandse zorgstelsel.
- Financiers zijn op dit moment wel terughoudend vanwege de vele transities waarin ziekenhuizen zich bevinden en de daarmee samenhangende risico's.
- Bovendien maakt de complexiteit van het Nederlandse zorgstelsel het lastig om risico's, zeker voor de lange termijn, in te schatten.
- Een ratingsysteem zegt daarom enkel iets over de kredietwaardigheid. Het daadwerkelijke risicoprofiel is moeilijk te objectiveren in een rating. Het vraagt daarom nog het nodige pionierswerk voordat obligaties van ziekenhuizen 'main stream' kunnen worden. Co-lending zou hier een rol in kunnen spelen.

Vanuit het perspectief van het ziekenhuis:

- Nieuwe bronnen voor ongeborgde financiering zijn voor ziekenhuizen zeer welkom, vooral met het oog op het verhogen van financieringsplafonds en ter vergroting van de mededinging.
- Rente en looptijden blijven daarbij wel heikele punten. Omdat risico's nu vanwege alle onzekerheden en complexiteit hoog ingeprijsd wordt, weten vraag en aanbod elkaar niet te vinden (voor zover we überhaupt sprake is van aanbod).

Conclusie III

Voor ziekenhuis (gerelateerd) vastgoed in de zogenoemde 'buitenste schil' van het ziekenhuis, ontstaan in toenemende mate mogelijkheden voor toepassing van alternatieve (of balance) financieringsinstrumenten zoals huur van een vastgoedfonds. Huur van dergelijk vastgoed biedt ziekenhuizen het voordeel van

flexibiliteit, mits de looptijd van de huurcontracten korter is dan de economische levensduur. Anders biedt het geen voordelen ten opzichte van bancaire financiering, terwijl het wel duurder is.

Voor vastgoedfondsen die actief zijn met betrekking tot Nederlands zorgvastgoed, geldt dat een ziekenhuis als geheel boven hun investeringsplafond zit. Ze hebben daarbij enkel interesse hebben in vastgoed dat fysiek afgescheiden is. Meer courante objecten in de buitenste schil van het ziekenhuis komen daarbij in aanmerking.

Vanuit het perspectief van de verstrekker van off balance financiering:

- Vastgoedfondsen zien zorgvastgoed als een nieuwe beleggingscategorie nu rendementen op commercieel vastgoed en kantoren terug lopen. Bovendien biedt het mogelijkheden voor het aanbrengen van differentiatie in de vastgoedbeleggingsportefeuille. Zorg is immers minder conjunctuurgevoelig dan veel andere sectoren.
- Beleggers hebben vooral interesse in courant vastgoed met een goede alternatieve aanwendbaarheid. Hoewel de voorkeur uit lijkt te gaan naar vastgoed met woonbestemmingen, bestaat er ook interesse in de meer courante onderdelen van ziekenhuizen.

Vanuit het perspectief van het ziekenhuis:

- Voor ziekenhuizen geldt dat huur van minder specifieke delen vooral interessant is als leidt tot flexibiliteit om capaciteit mee te laten bewegen met de zorgproductie. Hiervoor moet de looptijd van huurcontracten korter zijn dan de economische levensduur van het vastgoed.
- Van belang is dat de functie van het vastgoed niet samenhangt met de primaire processen in het ziekenhuis; het zeggenschap over dit vastgoed willen ziekenhuizen niet uit handen geven.

Huur van vastgoed in de buitenste schil kan ziekenhuizen flexibiliteit bieden. Daarnaast biedt het de mogelijkheid om de balans te verkorten, waardoor de financieringsbehoefte bij banken beperkt kan worden. De beschikbare financieringscapaciteit bij banken kan daarbij voor investeringen in meer specifiek vastgoed ingezet worden.

Conclusie IV

Met betrekking tot vastgoed dat tot de buitenste schil van een ziekenhuis gerekend wordt, is flexibiliteit om mee te 'ademen' met de zorgproductie van groter belang dan zeggenschap. Het op de balans hebben van dit vastgoed is hierbij niet persé een voordeel. Mits off balance constructies meer flexibiliteit bieden, genieten deze constructies derhalve de voorkeur boven in eigendom hebben van dit vastgoed.

Voor ziekenhuis (gerelateerd) vastgoed dat in functie en eigenschappen veel overeenkomsten vertoont met traditionele vastgoedbeleggingscategorieën, voegt gebruik van alternatieve on-balance financieringsinstrumenten als obligatieleningen en co-lending vooral wat toe vanwege de verhoging van het financieringsplafond en verbetering van de mededinging. Zeggenschap dat voortkomt uit eigendom is van minder groot belang; flexibiliteit is belangrijker. Voor kopers van obligatieleningen is een meer courant onderpand prettig, maar de kwaliteit van de businesscase, de kredietwaardigheid en het risicoprofiel blijven desondanks van groter belang.

Vanuit het perspectief van verstrekker van on balance financiering:

- De betere alternatieve aanwendbaarheid en daarmee hogere courantheid betekent dat de hypothecaire zekerheden een beter onderpand bieden.
- De focus met betrekking tot het risicomanagement ligt echter bij de kredietwaardigheid en het risicoprofiel van het ziekenhuis. Eigendom van niet specifiek vastgoed kan daarbij als overbodige ballast gezien worden dat ten koste gaat van de flexibiliteit.
- Bij sommige financiers leeft de gedachte dat ziekenhuizen hun financieringscapaciteit beter anders kunnen benutten, dan voor investeringen in vastgoed dat geen betrekking heeft op de primaire processen.

Vanuit het perspectief van het ziekenhuis:

- Het handhaven van eigendom van niet specifiek vastgoed in de buitenste draagt bij aan een hoge leverage.

- Omdat een beperktere zeggenschap met betrekking tot het vastgoed in buitenste schil minder impact heeft op de primaire processen, weegt flexibiliteit om mee te bewegen met de omvang van de zorgproductie hier zwaarder mee in de afwegingen.
- De flexibiliteit moet dan wel daadwerkelijk gebonden worden; bij huurcontracten die overeen komen met de economische levensduur van een ziekenhuis is eigendom alsnog aantrekkelijker (want goedkoper). In dat geval is een breder aanbod van enkel bancaire financiering positief.

On balance financiering van vastgoed in de buitenste schil is voor ziekenhuizen alleen aantrekkelijk als 'off balance' constructies niet de gewenste flexibiliteit bieden. Obligatieleningen kunnen in dat geval van belang zijn voor ziekenhuizen voor het verhogen van het financieringsplafond en het verbeteren van de mededinging. Voor financiers biedt de grotere courantheid van het vastgoed enig voordeel met het oog op de zekerheden, maar dit zal niet doorslaggevend zijn.

12.3 Inpasbaarheid in het bestaande financieringsarrangement

Zowel obligatieleningen (al dan niet op basis van co-lending) als huur van vastgoedfondsen zijn goed inpasbaar in de bestaande financieringsstructuur, mits de onderliggende businesscase goed is. Blijvende risicodragende betrokkenheid van een bank is met het oog op de toegang tot werkkapitaal het belangrijkste aandachtspunt.

Voor banken biedt nieuw aanbod van ongeborgde on balance financiering voor ziekenhuizen mogelijkheden om hun eigen blootstelling actief af te bouwen. Zij zien institutionele beleggers daarmee niet als concurrentie. Integendeel; met dergelijke partijen hoeft niet geconcurrereerd te worden om het lucratieve huisbankierschap. Het realiseren van meer flexibiliteit door het huren van vastgoed in de buitenste schil, draagt daarbij bij aan een betere businesscase.

Banken en het WFZ achten het bij toetreding van nieuwe verstrekkers van vreemd vermogen wel van belang dat de financiering marktconform is. Indien kosten hoger liggen of de leningen onderhevig zijn aan onredelijke bedingen, dan zal de bereidheid om zekerheden te delen navenant afnemen. Als uiterste middel kunnen banken en het WFZ zich beroepen op bedingen die verbieden om nieuwe leningen aan te gaan of nieuwe investeringen te doen. Dit zal in normale situaties echter niet aan de orde zijn.

Voor wat betreft huur van vastgoedfondsen geldt dat toetsing doorgaans pas plaats vindt bij het aanvragen van nieuwe financieringen en borgingen. Ook hier geldt dat er bij verantwoord gebruik geen bezwaren zullen gelden. Dure en inflexibele huurcontracten kunnen wel nadelige gevolgen hebben voor toegang tot financiering en borging in een later stadium.

Zoals eerder besproken en geconcludeerd geldt voor financiering middels extern eigen vermogen, DBFMO en sale and lease back van vastgoed in de loop van de exploitatie dat de inpasbaarheid in de bestaande financieringsstructuur een stuk lastiger is.

12.4 Positionering alternatieve financieringsvormen in financieringsstructuur

Uit het antwoord op de hoofdvraag van dit onderzoek, mag geconcludeerd worden dat alternatieve financieringsvormen ziekenhuizen binnen een beperkte marge mogelijkheden bieden om meer maatwerk te realiseren in hun financieringsstructuur. Daarbij is meer mogelijk, dan de vooralsnog gebruikelijke variant van een klein eigen vermogen met een hoge leverage in de vormen van bancair gefinancierd vreemd vermogen.

Voor het zeer specifieke vastgoed blijft het loket van de banken daarbij voorlopig nog wel van groot belang. Indien institutionele beleggers hun interesse concretiseren, ontstaat via dit loket wellicht wel toegang tot een nieuwe kapitaalverstrekker. Deze kapitaalverstrekker zal uiteindelijk echter in grote lijnen dezelfde afwegingen maken als de banken. Hoewel er met het oog op de mededinging en eventuele financieringsplafonds nadrukkelijk behoefte bestaat aan nieuwe toetreders op markt van 'recht toe, recht aan financiering', biedt toetreding van institutionele beleggers tot de financieringsmarkt voor ziekenhuizen dan ook vooral meer van hetzelfde. De situatie van een ziekenhuissector met een hoge leverage wordt hiermee ook niet veranderd.

Uit maatschappelijk oogpunt moet daarbij ook de vraag gesteld worden of het nog wel zinvol is om met veel vreemd vermogen te blijven investeren in veel 'stenen' voor ziekenhuizen. Uiteindelijk moeten de rente, aflossing en andere kapitaallasten voor deze stenen immers ook opgebracht worden voor de premiebetalers

van de zorgverzekeringen. Gezien de overcapaciteit die afgelopen jaren is ontstaan is dit een bijzonder relevante vraag. Met een verdere verschuiving van zorg naar de eerste lijn en naar mensen thuis is het niet ondenkbaar dat de kapitaalintensiteit van ziekenhuizen de komende jaren iets terug zal lopen. Nieuwe investeringen zullen daarbij meer gericht zijn op technologie en innovatie.

Het ziekenhuis van de toekomst zal daarbij meer 'lean' zijn. De opzet zal daarbij meer gericht zijn op het 'perfect' vervullen van de taak die het heeft. Dit vraagt ook om meer flexibiliteit. Het nut van bezit van vastgoed in de buitenste schil van het ziekenhuis kan daarbij ter discussie worden gesteld. Vastgoedfondsen kunnen hier een rol in vervullen. Hiermee ontstaat een meer 'wendbaar' ziekenhuis met een kortere balans. De afhankelijkheid van banken neemt hierdoor ook af. Operational lease van kostbare medische apparatuur en ICT, zoals inmiddels al steeds vaker in de praktijk toegepast kan daarbij de balans verder verkorten. Dit laatste valt daarbij weliswaar buiten de scope van het onderzoek, maar werd wel door verschillende respondenten genoemd tijdens interviews. Interessant is daarbij dat leveranciers van medische apparatuur en ICT een betere toegang tot de kapitaalmarkt lijken te hebben dan ziekenhuizen. In ruil voor contracten voor levering en onderhoud lijken zij bereid een intermediaire rol te vervullen bij de financiering en daarbij bepaalde financieringsrisico's te dragen.

Wanneer institutionele beleggers (al dan niet via co-lending) actief worden met het verstrekken van financieringen aan ziekenhuizen, dan levert dit voor ziekenhuizen extra opties in de 'diepte' op bij het vormgeven van de financieringsstructuur. Dit biedt ziekenhuizen de mogelijkheid om meer gelaagdheid aan te brengen binnen hun vreemd vermogen. Afhankelijk van het aanbod van de institutionele beleggers kan dit uiteindelijk ook tot meer mogelijkheden tot maatwerk leiden. Het zorgt echter niet voor een beperking van de leverage.

De mogelijkheden die in de breedte ontstaan, kunnen daadwerkelijk leiden tot een lage leverage en een meer flexibele bedrijfsvoering bij ziekenhuizen. Huur van vastgoed in de buitenste schil en operational lease van medische apparatuur kan daadwerkelijk tot reductie van de vreemd vermogen op de balans van ziekenhuizen leiden. Het toevoegen van een exploitatieresultaat aan het eigen vermogen is eveneens van belang voor de lange termijn financierbaarheid.

Onderstaande figuur biedt een weergave van de financieringsstructuur van ziekenhuizen zoals deze er in de toekomst uit zou kunnen zien (de verhoudingen zijn daarbij niet representatief, maar zo vormgegeven teneinde de tekst passend te maken). Een verdere uitbouw van de eigen vermogens, huur van vastgoed in de buitenste schil en operational lease van ICT en medische apparatuur biedt daarbij de mogelijkheid om de afhankelijkheid van bancaire gefinancierd vreemd vermogen te beperken. Tevens wordt de balans van ziekenhuizen op deze wijze verkort. Uiteraard geldt daarbij dat elk ziekenhuis voor zichzelf moet bepalen wat de best passende financieringsstructuur is (rekening houdend met wensen en mogelijkheden). Alternatieve financiering is daarbij vooral complementair op nu gebruikelijke bancaire financiering van vreemd vermogen. Indien in de toekomst beschikbaar, kan met obligaties gefinancierd vreemd vermogen hier nog een optie aan toe voegen (maar dat is zoals aangegeven vooral in de diepte). Vergroten van het eigen vermogen en het verkorten van de balans in samenhang met het realiseren van meer flexibiliteit, kan daarbij mogelijk een positieve uitwerking hebben op de interesse van institutionele beleggers. De systeemonzekerheden blijven hierbij echter een factor die tot terughoudendheid leidt.



Figuur 12.1 Financieringsstructuur met beperkte leverage

12.5 Aanbevelingen

Flexibiliteit is voor ziekenhuizen van steeds groter belang om te kunnen anticiperen op de dynamiek die is ontstaan als gevolg van de invoering van (gereguleerde) marktwerking. Vanuit deze optiek wordt het voor ziekenhuizen steeds belangrijker om in alle opzichten meer 'lean' en 'egile' te zijn. In financieel opzicht, teneinde te kunnen anticiperen op bedrijfseconomische veranderingen, maar ook in termen van vastgoed; zowel kwalitatief (mogelijkheid tot realiseren functionele aanpassingen) als kwantitatief (mogelijkheid om capaciteit te reduceren). Het investeren van honderden miljoenen Euro's in grote ziekenhuizen, met een hoge leverage tot gevolg, past niet in dat plaatje. Dit staat op het eerste oog los van de vraag welke rol alternatieve financieringsvormen kunnen vervullen bij de financiering van ziekenhuisvastgoed. De financieringsstructuur is echter ook een belangrijke factor met het oog op flexibiliteit. Keuzes voor eigendom, huur of (operational) lease zijn hierbij mede bepalend voor de wedbaarheid van een ziekenhuis.

Op basis van de conclusies van dit onderzoek is de belangrijkste aanbeveling voor ziekenhuizen daarom om goed na te denken over de toegevoegde waarde van het eigendom van verschillende activa. Indien andere partijen meer kennis of flexibiliteit kunnen bieden, zou een off balance constructie serieus overwogen moeten worden. Dit kan aan de orde zijn voor het minder specifieke vastgoed in de buitenste schil van het ziekenhuis, maar ook voor medische apparatuur en ICT. Zoals vermeld moet er tegenover eventuele hogere kosten wel een duidelijke toegevoegde waarde staan.

Ziekenhuizen die aantoonbaar meer 'lean' en 'egile' zijn dan de concurrentie, zullen vervolgens in staat zijn een betere businesscase voor te leggen aan financiers van vreemd vermogen. Met een lagere leverage zal het sowieso makkelijker zijn om voor investeringen waarvoor eigendom wel gewenst is vreemd vermogen aan te trekken. Om institutionele beleggers te verleiden tot het verstrekken van obligatieleningen is vooral helderheid en transparantie met betrekking tot risico's van belang. Een meer transparant verdienmodel en het verbeteren van de financiële verslaggeving (waarin afgelopen jaren al een sterke vooruitgang is geboekt) zijn daarbij verbeteringen die ziekenhuizen zelf kunnen realiseren. Sowieso is het voor ziekenhuizen van belang om over een wel doordachte financieringsstrategie te beschikken, om nu en in de toekomst onder zo voordelig mogelijke condities toegang te hebben tot financiering.

Andere stakeholders hebben echter ook een belangrijke rol met betrekking tot de toekomstige financierbaarheid van de zorgsector. Zo kunnen zorgverzekeraars een belangrijke bijdrage leveren door meer consistentie en transparantie te bieden met betrekking tot het (inkoop)beleid. Zeker voor investeringen in zeer specifieke infrastructuur is het de vraag of deze in de toekomst nog mogelijk zijn zonder nadrukkelijk commitment van de zorgverzekeraar. Ook politiek en beleidsmakers kunnen een belangrijke bijdrage leveren door meer stabiliteit in het bekostigingsstelsel te bieden.

Bijlage 1 Literatuurlijst

A

ActiZ (2015). ActiZ lanceert de NL zorgobligatie.

Geraadpleegd op:

<https://www.actiz.nl/nieuwsberichten/website/nieuws/2015/actiz-lanceert-de-nl-zorgobligatie>

Actiz/Ilfa (2014). Actiz, & Langerhaert, I. (2014). *Anders financieren in de zorg*.

Geraadpleegd op:

<http://www.andersfinancieren.com/#>

Autoriteit Consument en Markt (ACM), Monitor Financiële Sector (2015), Concurrentie op de markt voor MKB-financiering.

B

Baker, M. en Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, Vol LVVI, No 1.

Bakker, M. (2012). *Financieren van zorgresidenties*.

Geraadpleegd op

http://www.vastgoedkennis.nl/docs/MSRE/12/Bakker_M.pdf

Baks, P. (2015). Geld wordt nog duurder.

Geraadpleegd op:

<http://www.skiper.nl/blogs/id2268-geld-wordt-nog-duurder.html>

Basant, E. (2015). BNG Bank kan zorg niet alleen redden, *Zorgvisie* (7), 23-24.

BDO (2015), 2015: Jaar van de waarheid, BDO Benchmark ziekenhuizen 2015.

Bellers, H.J. (2008). Raamwerk risicomanagement bouwprojecten zorginstellingen.

Berden, B., Houwen, L., en Stevens, S. (2015). Financiering van zorginstellingen, met speciale aandacht voor medisch specialistische zorg. Deventer, Vakmedianet.

Berden, S. (2015). Testimonial from Coffinimmo on developing a pan European Health Care real estate portfolio.

Berkhout, T. M., & Zwart, P.H. (2013). *Basisboek Vastgoedfinanciering*. Naarden/Amsterdam, Nederland.

Boardroom (2013). Innovatief concept voor nieuwbouw ZMC, Bouwen op allianties.

Geraadpleegd op

https://www.tno.nl/media/2952/integraal_bouwen.pdf

C

Campman, S. (2013), Vastgoedfinanciering in de cure-sector.

Geraadpleegd op:

<http://repository.tudelft.nl/view/ir/uuid%3A957935cc-f41e-4783-9e8f-6cbfa8dada9/>

Cobouw (2012). *Financiering van zorgvastgoed is als schaatsen op dun ijs*.

Geraadpleegd op:

<http://www.cobouw.nl/nieuws/economie/2012/06/13/financiering-van-zorgvastgoed-isals-schaatsen-op-dun-ijs>

Cobouw (2014). 'DTZ: Beleggers zien brood in zorgvastgoed'

Geraadpleegd op:

<http://www.cobouw.nl/nieuws/algemeen/2014/09/13/dtz-beleggers-zien-brood-in-zorgvastgoed>

Cobouw (2014). 'Beleggers staan weer in rij voor vastgoed'

Geraadpleegd op:

<http://www.cobouw.nl/nieuws/financiering/2014/10/25/beleggers-staan-weer-in-rij-voor-vastgoed>

Cobouw (2015). *Wijzigen stelsel stagneert nieuwbouw zorgvastgoed*

Geraadpleegd op:

<http://www.cobouw.nl/nieuws/regelgeving/2015/01/21/wijzigen-stelsel-stagneert-nieuwbouw-zorgvastgoed>

D

Deloitte i.o.v. Ministerie van Volksgezondheid, welzijn en Sport. (2015). Evaluatieonderzoek Waarborgfonds voor de Zorgsector

Geraadpleegd op:

<http://www.rijksoverheid.nl/documenten-enpublicaties/rapporten/2015/03/01/evaluatieonderzoek-waarborgfonds-voor-de-zorgsector.html>

Diepstraten, P. en Schweitzer, M. (2012). *Alternatieve kapitaalstructuren in de zorg*. Headline.

Geraadpleegd op:

http://www.financeideas.nl/uploads/files/HD_12129-Alternatieve-kapitaalstructuren-in-de-zorg.pdf

Doorn, P. van (2014). 10 REITs with the best tracks records for high dividend yields

Geraadpleegd op:

<http://www.marketwatch.com/story/10-reits-with-the-best-tracks-records-for-high-dividend-yields-2014-10-09>

DTZ Zadelhoff. (2014). *De opmars van Zorgvastgoed*

Geraadpleegd op:

<https://insights.abnamro.nl/wp-content/uploads/2013/08/Beleggers-Onroerend-Goed.pdf>

E

Eerste Kamer (2014), Wet vergroten investeringsmogelijkheden in medisch-specialistische zorg (Kamerstuk 33.168).

Geraadpleegd op:

https://www.eerstekamer.nl/wetsvoorstel/33168_wet_vergroten

Enternext (2015). NYSE Euronext beantwoordt de financieringsvraagstukken voor middelgrote en kleine ondernemingen

Geraadpleegd op:

<https://www.enternext.biz/nl/enternext/prospect/de-financieringsmogelijkheden/ibo-initial-bond-offer>

F

Finance Ideas Academy (2012). *Alternext: een extra financieringsbron naast traditionele bankfinanciering*.

Geraadpleegd op:

<http://www.fiacademy.nl/home/actualiteit/2012/10/435.html>

G

Gomes, A. & Phillips, G (2012). Why do public firms issue private and public securities? J. Finan. Intermediation. Washington University, United States and University of Southern California, Marshall School of Business, United States

H

Headline (2015). Flexibiliteit en diversiteit, sleutelwoorden voor marktconforme financiering.

Headline (April 2014). Private financiering en het WFZ.

Huibers, F. (2012). *Alternative Real Estate Finance*.

Geraadpleegd op:

http://www.vastgoedkennis.nl/docs/publicaties/ASRE_research_paper_12_08_Alternative_real_estate_finance.pdf

Hudson-Wilson, S. ea. (2005). Why Real Estate? The Journal of Portfolio Management, Special Issue 2005.

I

ING Economisch Bureau (2015). Update gezondheidszorg.

Geraadpleegd op:

https://www.ing.nl/media/ING_EBZ-Bezuinigingen-temperen-groei-en-vertrouwen-zorg-juni-2015_tcm162-86543.pdf

J

Joroff, M.L., Louargrand, M., Lambert, S. en Becker F., Strategic management of the fifth resource: corporate real estate, Report No. 49, Industrial Development Research Foundation

K

Kraus, A. en Litzenberger, H. (1973). A State Preference Model of Optimal Financial Leverage. Journal of Finance, 28, 911-922.

L

Linssen, S. (2015). Do's and Don'ts bij Sale and Lease Back in de Zorg. Montesquieu Publicatie.

M

McDonald, J.F. (2012). Equity Participation: a Theoretical Analysis. Journal of Real Estate Portfolio Management, 247-255.

Meerwijk, M. van, Scheffer, B.J., en Arkesteijn, M. (2005). Toegevoegde waarde van sale-leaseback: ondersteuning bij de besluitvorming. Corporate real estate management.

Geraadpleegd op:

http://www.bk.tudelft.nl/fileadmin/Faculteit/BK/Over_de_faculteit/Afdelingen/Real_Estate_and_Housing/Organisatie/Medewerkers_RE_H/doc/Real_Estate_Magazine_artikel_oktober_2005.pdf

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*.

Geraadpleegd op:

<https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/MM1958>

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*.

Geraadpleegd op:

<https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/MM1963.pdf>

Modigliani, F., & Modigliani, L. (1997). *Risk Adjusted Performance, how to measure it and why*.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*.

Geraadpleegd op:

<http://www.nber.org/papers/w1396.pdf>

N

Nederlandse Vereniging van Ziekenhuizen (NVZ) (2015). Trends medisch specialistische zorg NVZ, Overzicht van de belangrijkste ontwikkelingen en thema's geïdentificeerd door de NVZ.

Nederlandse Vereniging van Ziekenhuizen (NVZ) (2015). Zorg Toont, Brancherapport Algemene Ziekenhuizen 2015.

Geraadpleegd op:

<http://www.nvz-ziekenhuizen.nl/library/26832/Zorg%20toont%20-%20Brancherapport%202015.pdf>

O

Ots, H.J. (2004). Externe financiële verslaggeving, Pearson Benelux B.V

P

PensioenPro (2015). Zorgvastgoed in opkomst. Uitgave nummer 6.

R

Rijksoverheid (2011). *Bijlage bij Kabinetsvisie op DBFMO*

Geraadpleegd op:

<http://www.rijksoverheid.nl/ministeries/fin/documenten-en-publicaties/kamerstukken/2011/03/08/bijlage-bij-kabinetsvisie-op-dbfmo.html>

Rijksoverheid (2013). *Notitie Hervorming van de langdurige ondersteuning en zorg*.

Geraadpleegd op:

<http://www.rijksoverheid.nl/bestanden/documenten-en-publicaties/publicaties/2013/04/25/hervorming-van-de-langdurige-ondersteuning-en-zorg/hervorming-van-de-langdurige-ondersteuning-en-zorg-def.pdf>

S

Sekaran, U. en Bougie, R. (2013). *Research Methods for Business*

Scheffer, C.F. (1959). *Financieringsstructuur bij ziekenhuizen*, Tilburg School of Economics and Management

Geraadpleegd op:

<https://pure.uvt.nl/portal/en/publications/financieringsstructuur-bij-ziekenhuizen%2898bbeb9b-a7eb-4b96-9143-848aa5ee395e%29.html>

SEO Economisch Onderzoek, (2011), Sectorstudie Vastgoedfinanciering

Smolders, M.H., Otto, C.J. en Janssen, S.P.L. (2011), Nederlandse ziekenhuizen: prognose infaust?

Geraadpleegd op

http://www.erasmuscentrumzorgbestuur.nl/sites.php?fb=fb_ctlg&mmid=5&id=128&catid=THESIS

Skipr (2010). Syntrus Achmea Vastgoed koopt deel Maastadziekenhuis.

Geraadpleegd op:

<http://www.skipr.nl/actueel/id10451-syntrus-achmea-zet-fors-in-op-zorgvastgoed.html>

T

TNO (2010). Integraal bouwen Beheren en Bekostigen. Rapport over voor- en nadelen van geïntegreerd contracteren van zorgvastgoedontwikkeling.

Geraadpleegd op:

https://www.tno.nl/media/2952/integraal_bouwen.pdf

V

Vastgoedmarkt (2015), Cofinimmo aast op Nederlands zorgvastgoed.

Geraadpleegd op:

http://www.vastgoedmarkt.nl/nieuws/2015/05/16/cofinnim_erik

W

Waarborgfonds voor de zorgsector, Jaarverslag 2014

Geraadpleegd op:

http://www.wfz.nl/application/files/8014/3262/6123/Jaarverslag_2014.pdf

Waarborgfonds voor de zorgsector (2013), Referentiekader risicobeoordeling

Geraadpleegd op:

Wiegerinck, E. (2015) *Vastgoedmarkt (2015)*, Cofinimmo aast op Nederlands Zorgvastgoed, *Vastgoedmarkt*.

Geraadpleegd op:

http://www.vastgoedmarkt.nl/nieuws/2015/05/16/cofinnim_erik

Z

Zorgvisie (2015). AFM staat crowdfundingactie ADRZ toe.

Geraadpleegd op:

<http://www.zorgvisie.nl/Financien/Nieuws/2015/10/AFM-staat-crowdfundingactie-ADRZ-toe-2701390W/>

Zorgvisie (2012). Nieuwbouw Zaans Medisch Centrum rond.

Geraadpleegd op:

<http://www.zorgvisie.nl/Financien/Nieuws/2012/9/Nieuwbouw-Zaans-Medisch-Centrum-rond-ZVS014896W/>

Zorgvisie (2010). DC Groep financiert groei met emissie obligaties

Geraadpleegd op:

<http://www.zorgvisie.nl/Financien/Nieuws/2010/12/DC-Groep-financiert-groei-met-emissie-obligaties-ZVS010035W/>

Zorgvisie (2008). MCRZ ontwikkelt zorgboulevard met consortium

Geraadpleegd op:

<http://www.zorgvisie.nl/Home/Nieuws/2008/4/MCRZ-ontwikkelt-zorgboulevard-met-consortium-ZVS003658W/>

Bijlage 2 Respondenten Interviews en bezochte congressen en bijeenkomsten

Onderstaand schema bevat een overzicht van de respondenten die in het kader van dit onderzoek mee hebben gewerkt aan een interview.

Bestaande financiers:

Naam	Organisatie	Functie
André Vermeulen	Rabobank	Senior Sectorspecialist Gezondheidszorg
Derk Jan Postema	BNG	Sectorspecialist Gezondheidszorg
Anja van Balen	ABN AMRO	Sector Banker Zorg
Herman Bellers	WFZ	Directeur WFZ
Resi Kösters	WFZ	Afdelingshoofd Klantencontact en Risicobewaking

Alternatieve financiers, vastgoedfondsen, adviseurs/bemiddelaars:

Naam	Organisatie	Functie
Irma Langerlaert	ILFA	Directeur
Sébastien Berden	Cofinimmo	Hoofd Zorgvastgoed
Joost de Baaij	Syntrus Achmea	Senior Research Analyst
Robbin Bakker	OHV	Fixed Income Sales Institutional Clients
Pim Diepstraten	Finance Ideas	Sectormanager Zorg

Onderstaand schema biedt een overzicht van relevante congressen en bijeenkomsten die mede in het kader van dit onderzoek zijn bezocht.

Titel	Organisatie
Rabobank zorgcongres 'Grensverleggende zorg'	Rabobank
'Bekostiging en Financiering van Zorgvastgoed'	Adviescentrum voor zorghuisvesting

Bijlage 3 Vragenlijsten interviews

In het kader van dit onderzoek hebben een tiental semi gestructureerde interviews plaats gevonden. De vragen die besproken zijn, zijn daarbij afhankelijk van de achtergrond van de respondent. Op hoofdlijnen zijn vier verschillende vragenlijsten gebruikt tijdens de interviews. In de loop van het onderzoek zijn sommige vragenlijsten aangepast. Deze bijlage bevat de vragen die tijdens deze interviews met de respondenten zijn besproken.

Het betreft hier vragenlijsten voor:

1. Banken
2. Waarborgfonds voor de Zorgsector
3. Vastgoedfondsen
4. Financieel adviseurs en bemiddelaars op de kredietmarkt.

Voorafgaand aan de interviews hebben de respondenten ook een overzicht van hoofdvragen en deelvragen van het onderzoek ontvangen, ter toelichting van de context.

Bijlage 3.1 Interviewstructuur semigestructureerde interviews banken

1. Wat zijn volgens u de belangrijkste ontwikkelingen met betrekking tot financiering van ziekenhuizen?
2. In de huidige financieringsstructuur vervult (geborgde) bancaire financiering een belangrijke rol. Welke verwachtingen heeft u ten aanzien van de financieringsstructuur van ziekenhuizen over 10 jaar?

Wat zijn uw verwachtingen m.b.t.:

Extern eigen vermogen	
Obligaties	
Co-lending	
DBFMO	
Vastgoedfonds	
Sale and lease back	

3. Specifiek m.b.t. obligaties en co-lending; wat is uw beeld van de interesse vanuit kapitaalverstrekkers en welke voorwaarden stellen zij t.a.v.:

Risico/rendement	
Zeggenschap	
Horizon	
Liquiditeit	
Omvang	

4. Zijn er nog andere aspecten waaromtrent kapitaalverstrekkers bij obligaties/co-lending afwegingen maken?
5. Welke toetsingscriteria hanteert u als bancaire financier bij de beoordeling van wijzigingen in de financieringsstructuur? Hoe verhoudt dit zich ten aanzien van onderstaande opzet?

5. Gevolgen voor de kredietwaardigheid
 - I. Solvabiliteit/weerstandsvermogen
 - II. Liquiditeit
 - III. Exploitatieresultaten
6. Gevolgen voor zekerhedenpositie
 - I. Indien de financier het eigendom verwerft
 - II. Indien een financier deelt in de zekerheden
7. Gevolgen voor de flexibiliteit
 - I. Kwantitatief (capaciteit)
 - II. Kwalitatief (functioneel)
 - III. Toekomstige financieringsbehoefte
8. Gevolgen voor verdeling zeggenschap, bestuurbaarheid en slagvaardigheid van de organisatie
 - I. Beperking mogelijkheden externe disciplineren
 - II. Tegengestelde belangen (split incentives) stakeholders

6. In bepaalde gevallen resulteert de toetsing door banken zich in voorwaarden ('externe disciplineren'). Dit om te voorkomen dat wijzigingen in de financieringsstructuur negatief uitwerkt op het risicoprofiel van het verstrekte krediet. Welke voorwaarden stelt een bank vervolgens bij gebruik van:

Extern eigen vermogen	
Obligaties	

Co-lending	
DBFMO	
Vastgoedfonds	
Sale and lease back	

7. Hoe zullen (rekening houdend met gestelde voorwaarden van bestaande financiers en het aanbod vanuit de markt) de 'nieuwe' bestandsdelen van de financieringsstructuur zich verhouden ten aanzien van de bestaande financiering, kijkend naar:

- Senioriteit van de leningen
- Verdeling van risico's
- Verdeling van zekerheden
- Overdracht van risico's m.b.t. ontwikkeling en exploitatie van vastgoed
- Vastgoedkennis

8. Ik besteed in een van de hoofdstukken ook aandacht aan praktijkvoorbeelden m.b.t. toepassing van onderzochte alternatieve financieringsvormen. Heeft u suggesties m.b.t.:

Extern eigen vermogen	
Obligaties	
Co-lending	
DBFMO	
Vastgoedfonds	
Sale and lease back	

Bijlage 3.2 Interviewstructuur semigestructureerde interviews WFZ

Ten behoeve van het interview dat we gepland hebben allereerst de hoofdvraag:

Welke rol kunnen alternatieve financieringsvormen vervullen bij de financiering van ziekenhuisvastgoed, rekening houdend met de context van het bestaande financieringsarrangement?

Graag bespreek ik met jou het laatste deel van de hoofdvraag; de context van het bestaande financieringsinstrument.

Het onderzoek spitst zich daarbij toe op de volgende alternatieve financieringsvormen:

1. Extern eigen vermogen
2. Obligatieleningen
3. Co-lending
4. DBFMO
5. Vastgoedfondsen
6. Sale and lease back

Aan de hand van verschillende toetsingscriteria wil ik een beeld schetsen van de inpasbaarheid van deze alternatieve financieringsvormen in het bestaande financieringsarrangement.

Tijdens het interview wil ik eerst de onderstaand opgesomde criteria langslopen; ben ik hier volledig? Hoe zwaar wegen ze mee? Vervolgens bespreek ik graag de inpasbaarheid van de alternatieve financieringsinstrumenten aan de hand van onderstaande criteria (en eventuele aanvullingen van jouw zijde). In het verlengde daarvan ben ik benieuwd naar jouw verwachtingen ten aanzien van toekomstig gebruik van de genoemde financieringsvormen.

1. Kredietwaardigheid
 1. Solvabiliteit/weerstandsvermogen
 2. Liquiditeit
 3. Exploitatieresultaten
 4. Debt Service Coverage Ratio (DSCR)
2. Zekerhedenpositie
 1. Verdwijnen van zekerheden als gevolg van desinvesteringen
 2. Delen van zekerheden/wijzigingen in senioriteit van leningen
3. Flexibiliteit
 1. Vastgoed
 - Kwantitatief (capaciteit/kosten)
 - Kwalitatief (functioneel)
 2. Beschikbaarheid toekomstige financiering
4. De bestuurlijke, juridische en organisatorische structuur
 1. Beperking mogelijkheden externe disciplineren (zeggenschap)
 2. Tegengestelde belangen (split incentives/gelijkgerichtheid) stakeholders

Uiteraard is elke casus uniek waardoor een echt blauwdruk lastig is (deze disclaimer neem ik mee), maar desondanks moet het mogelijk zijn om generiek iets te zeggen over toetsingscriteria die meewegen en de betekenis hiervan voor verschillende alternatieve financieringsvormen.

Bijlage 3.3 Interviewstructuur semigestructureerde interviews vastgoedfondsen

1. Vastgoedfondsen tonen steeds meer interesse in zorgvastgoed, echter wel vooral de courante onderdelen met een goede alternatieve aanwendbaarheid (vooral woningen voor ouderen). Daarmee blijven ze mijns inziens feitelijk dicht bij de gebruikelijke vastgoed- beleggingscategorieën. Welke delen van een ziekenhuis ziet u als potentiële belegging?

Indien niet aan de orde;

- Kan dit in de toekomst veranderen?
- Zijn er andere fondsen die hier wel in geïnteresseerd zijn?

2. Is het onder bepaalde voorwaarden denkbaar om ook in minder courante onderdelen van een ziekenhuis te beleggen? Bijvoorbeeld indien het ziekenhuis over een betrouwbare rating van het niveau 'investment grade' beschikt?

Zo ja; welke onderdelen en welke voorwaarden?

3. Zijn er naast onderstaande nog andere voorbeelden van (Nederlands) ziekenhuisvastgoed dat door vastgoedfondsen verworven is?

- Maastadziekenhuis Rotterdam, zorgboulevard, ViVe 2B (bestaande uit Vestia, VitaalZorgvast, BAM Utiliteitsbouw, en Ballast Nedam)
- Maasziekenhuis Boxmeer, parkeergarage en kantoorruimtes (Syntrus Achmea)
-

4. Hoe bepaalt u het risicoprofiel van een huurder? Welke factoren (kwalitatief en kwantitatief) zijn daarbij van belang?

5. Hoe kijkt u als vastgoedfonds aan tegen participatie in DBFMO constructies?

- Wat zijn volgens u de redenen dat DBFMO niet is 'doorgebroken' bij Nederlandse zorgaanbieders?

6. Als het om nieuw te realiseren vastgoed gaat, behoort het dan ook tot de mogelijkheden dat het vastgoedfonds de ontwikkelrisico's voor zijn rekening neemt?

7. Wat zijn voor zorgaanbieders de belangrijkste argumenten om vastgoed van een vastgoedfonds te huren? Zijn deze argumenten ook van toepassing op ziekenhuizen?

8. Wat zijn voor zorgaanbieders de belangrijkste argumenten om het vastgoed niet onder te brengen bij een vastgoedfonds?

9. Wat zijn, als vastgoedprofessional, uw verdere verwachtingen ten aanzien van de toekomstige financieringsstructuur van ziekenhuizen?

Bijlage 3.4 Interviewstructuur bemiddelaar/adviseur alternatieve financiering

1. Momenteel zijn ziekenhuizen grotendeels gefinancierd met bancaire vreemd vermogen en is er ondanks de stijgende lijn in het eigen vermogen nog steeds sprake van een hoge leverage. Welke verwachtingen heeft u ten aanzien van de financieringsstructuur van ziekenhuizen over 10 jaar?
2. Welke rol denkt u dat alternatieve financiering in de toekomst zal gaan spelen in de toekomstige financieringsstructuur van ziekenhuizen?

Steekwoorden:

- Senioriteit van de leningen
 - Verdeling van risico's
 - Verdeling van zekerheden
 - Overdracht van risico's m.b.t. ontwikkeling en exploitatie van vastgoed
 - Vastgoedkennis
3. Kijkend naar afwegingen van alternatieve kapitaalverstrekkers, spelen de volgende Welke criteria spelen een rol bij het verstrekken van financiering of het verwerven van een object?
 - Risico/rendement
 - Zeggenschap/externe disciplinerings
 - Horizon
 - Liquiditeit
 - Omvang

Zijn er nog belangrijke afwegingen die hier missen?

Voor ziekenhuizen wordt uitgegaan van de volgende afwegingen:

- Kosten
- Risico
- Zeggenschap/externe disciplinerings
- Flexibiliteit
- Vastgoedkennis

Zijn er nog belangrijke afwegingen die hier missen?

4. Hoe verhouden bovenstaande afwegingen zich tot financiering d.m.v.:
 - I. Extern eigen vermogen
 - II. Obligaties
 - III. Co-lending
 - IV. DBFMO
 - V. Vastgoedfondsen
 - VI. Sale & lease back
5. Wat zijn momenteel voor alternatieve kapitaalverstrekkers de belangrijkste belemmeringen voor toepassing van alternatieve financieringsinstrumenten bij Nederlandse ziekenhuizen?
6. Regelmatig wordt gesteld dat de complexiteit en de relatief hoge risico's van het Nederlandse zorgstelsel een belangrijke belemmering vormen voor (alternatieve) financiers. Hoe kijkt u aan tegen de volgende oplossingsrichtingen:
 - I. Rating (is het mogelijk een betrouwbare rating af te geven voor een Nederlands ziekenhuis?)
 - II. Co-lending waarbij de bank voor een bepaald aandeel risicodragend actief blijft

III. Schillenmethode; enkel de courante componenten van een ziekenhuis

7. Praktijkvoorbeelden m.b.t. toepassing van onderzochte alternatieve financieringsvormen?

Extern eigen vermogen	
Obligaties	
Co-lending	
DBFMO	
Vastgoedfonds	
Sale and lease back	

Bijlage 4 Gespreksverslagen interviews VERTROUWELIJK

In het kader van dit onderzoek hebben een tiental interviews plaats gevonden. Van deze interviews zijn geluidsopnames gemaakt, die vervolgens verwerkt zijn tot verslagen. Omdat de verslagen quotes bevatten waarvan een aantal respondenten heeft aangegeven het op prijs te stellen als deze niet openbaar gepubliceerd worden, is er voor gekozen om alle verslagen als vertrouwelijke bijlage bij te voegen. Deze bijlage bevat de verslagen van onderstaand opgesomde interviews. Vanwege de semigestructureerd opzet zijn niet alle vragen chronologisch langs gelopen tijdens de interviews, de verslagen bieden een weergave van de interviews zoals ze daadwerkelijk verlopen zijn.

Interviews Banken

1. Rabobank, André Vermeulen
2. Bank Nederlandse Gemeenten, Derk Jan Postema
3. Anja van Balen, ABN AMRO

Interviews Waarborgfonds voor de Zorgsector

4. Herman Bellers
5. Resi Kusters

Interviews vastgoedfondsen

6. Syntrus Achmea, Joost de Baaij
7. Cofinimmo, Sabastien Berden

Interviews bemiddelaars en financieel adviseurs

8. ILFA, Irma Langerlaert
9. Finance Ideas, Pim Diepstraten
10. OHV, Robbin Bakker