Ratio én emotie?!

Een verkennend onderzoek naar elementen van de Moderne Financiële Theorie en concepten van de Behavioral Finance bij professionele vermogende Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers.

MSRE-scriptie
Amsterdam School of Real Estate
K.J. (Klaas Jonathan) Bals

Amsterdam School of Real Estate
Master of Science in Real Estate

MSRE-scriptie, 26 september 2016

Auteur
K.J. (Klaas Jonathan) Bals
E-mail: kjbals@bals.nu
Telefoon: +31 6 41900990

Begeleiding
drs. A.R. (Arthur) Marquard

Voorwoord

Voordat u mijn afstudeerscriptie gaat lezen, eerst een persoonlijk woord vanuit mijn zijde. Deze scriptie heb ik geschreven voor het afronden van de MSRE-opleiding aan de Amsterdam School of Real Estate. De scriptie is de laatste proef om te mogen afstuderen. Het proces om deze laatste proef te doorstaan heeft mij veel tijd gekost en is mij zwaar gevallen. Desalniettemin een proces waar ik zeer veel van heb geleerd, zowel vakinhoudelijk als persoonlijk.

Zelf ben ik werkzaam bij een particuliere belegger en daardoor heb ik veelvuldig contact met particuliere vastgoedbeleggers. In mijn werkveld merk ik dat particuliere beleggers veelal handelen vanuit een bepaald gevoel, wat men vaak onder woorden brengt als 'het onderbuikgevoel'. Bij het zoeken naar een geschikt onderwerp en het inlezen hiervan, ben ik geïnteresseerd geraakt in de Behavioral Finance. Een voor mij toen nog onbekend vakgebied. De Behavioral Finance heeft mij vele inzichten gegeven om de verschillen tussen de praktijk en theorie te kunnen verklaren.

Gedurende het proces om tot deze scriptie te komen, werd ik geïntrigeerd door de volgende uitspraak van Respondent 3: "Emotie is een heel mooi goed in het vastgoed". Het waren niet zo zeer de woorden die mij gedurende het interview raakten, maar meer zijn intonatie, zijn mimiek, zijn hele houding. Alsof deze respondent zijn geheime en goed bewaarde heilige graal benoemde!

Mijn dankwoorden gaan uit naar alle respondenten, mijn werkgever en collega's, in het bijzonder Patricia en Aart Jan. Arthur Marquard wil ik bedanken voor de aansporing van dit onderzoek en de begeleiding hiervan. Anne Marije Wassinkmaat wil ik danken voor haar goede feedback en haar externe begeleiding.

Tot slot wil ik mijn vrouw Wouke bedanken. Schat, doordat jij begrip toonde voor het constante tijdgebrek en mij continu bleef steunen, heb ik deze proef doorstaan.

Gouda, 26 september 2016

Klaas Jonathan Bals

Samenvatting

Dit onderzoek is een eerste verkenning over rationeel en irrationeel handelen bij professionele vermogende particuliere Nederlandse vastgoedbeleggers. In dit onderzoek worden de drie pijlers, zijnde de Moderne Financiële Theorie, de Behavioral Finance en strategie gecombineerd. De centrale vraag luidt: In hoeverre liggen elementen uit de Moderne Financiële Theorie en/of (psychologische) concepten uit de Behavioral Finance ten grondslag aan de strategie van professionele vermogende particuliere Nederlandse beleggers in direct vastgoed? Het doel van dit onderzoek is te achterhalen of er elementen van de Moderne Financiële Theorie en (psychologische) concepten uit de Behavioral Finance ten grondslag liggen aan de strategie van de groep vastgoedbeleggers en in hoeverre het handelen van de vastgoedbeslisser hierdoor wordt beïnvloed.

Over de overwegingen en het handelen van de professionele vermogende particuliere Nederlandse vastgoedbeleggers is – mede gezien hun terughoudendheid – weinig bekend. Dit terwijl zij wel een behoorlijke invloed hebben op de Nederlandse vastgoedbelegginsmarkt. Dit onderzoek tracht op een beschrijvende wijze hier inzicht in te geven.

De eerste pijler, de Moderne Financiële Theorie, omvat het geheel van principes en denkbeelden zoals deze vandaag de dag gedoceerd wordt. De in de literatuur gevonden en geselecteerde elementen van de Moderne Financiële Theorie zijn de efficiënte markthypothese, de relatie tussen rendement, risico en spreiding, het volledig rationeel, egoïstisch en risico avers handelen en het nastreven van het maximale rendement.

De tweede pijler is de Behavioral Finance. De Behavioral Finance is een relatief jong vakgebied binnen de financiële economie dat inzichten uit de (cognitieve) psychologie, sociale wetenschap en antropologie toepast op gedragingen, om het irrationeel handelen van beleggers, wat tegenstrijdig is en niet verklaard kan worden vanuit de theoretische modellen, te verklaren. Met behulp van de theorie zijn de volgende zes concepten geselecteerd: verliesaversie, mentaal boekhouden, verankering en aanpassing, representativiteitsheuristiek, zelfoverschatting en de familiariteitsheuristiek.

De derde pijler van dit onderzoek is strategie. Het in kaart brengen van de strategie ligt niet binnen de scope van dit onderzoek. Gelijk aan hoe strategie is opgenomen in de centrale vraag, wordt deze pijler in dit onderzoek als spreekwoordelijke kapstok gebruikt om de elementen en concepten überhaupt waar te kunnen nemen.

De aanwezigheid van voornoemde elementen en concepten is onderzocht door het interviewen van zes vastgoedbeslissers. De transcripten van deze interviews zijn op basis van de gefundeerde theoriebenadering geanalyseerd.

Uit de resultaten blijkt dat de onderzochte groep beleggers misschien wel het belangrijkste element van de Moderne Financiële Theorie, de relatie tussen rendement, risico en spreiding, aanhangen. De onderzochte beleggers trachten het maximale rendement na te streven, echter zij handelen niet volledig egoïstisch. De efficiënte markthypothese wordt niet waargenomen en zelfs door de vastgoedbeleggers ontkracht.

Alle zes concepten zijn bij één of meerdere vastgoedbeleggers in min of meerdere mate waargenomen, waarbij de familiariteitsheuristiek en representativiteitsheuristiek het duidelijkst zijn waargenomen. De familiariteitsheuristiek gaat er vanuit dat men zich veiliger voelt in een vertrouwde omgeving, en in een vertrouwde omgeving geneigd is meer risico te nemen. De representativiteitsheuristiek houdt in dat men een totaal oordeel denkt te kunnen vellen over een bepaald onderdeel terwijl dit niet het geval blijkt te zijn. Naast de zes vooraf geselecteerde concepten is de beschikbaarheidsheuristiek waargenomen en spreken alle vastgoedbeleggers uit dat zij de anomalie kuddegedrag in de markt waarnemen. Anomalieën zijn onregelmatigheden en afwijkingen. De anomalie kuddegedrag is het nadoen van elkaar en wordt gekenmerkt doordat er een sterk positieve reactie is op goed nieuws, wat uiteindelijk gevolgd wordt door een negatieve overreactie op slecht nieuws.

Ofschoon de strategie in dit onderzoek slechts als spreekwoordelijke kapstok is gepositioneerd, zijn er mede gezien de vergaarde data interessante bevindingen hieromtrent te vermelden. Zo blijkt het dat de beleggers

worstelen met een goede strategieverklaring en maken zij hun strategie niet op een actieve wijze kenbaar aan externen. Ofschoon er bij deze groep beleggers gezegd kan worden dat zij enige volume hebben in de zin van de vastgoedportefeuille en managementorganisatie, laten zij hun strategie keuze mede bepalen door de managementorganisatie en de volgende generatie. De beleggers geven ook aan dat zij niet veel moeite hebben om af te wijken van de vastgestelde strategie. Eén vastgoedbeslisser geeft zelfs aan dat hij zich soms laat verleiden door de ligging in combinatie met schoonheid van de gevel van het pand.

De conclusie van dit onderzoek luidt: niet alle elementen van de Moderne Financiële Theorie, maar wel alle onderzochte (psychologische) concepten uit de Behavioral Finance liggen ten grondslag aan de strategie. Echter behoeft het een het ander niet (volledig) uit te sluiten. Uit de resultaten blijkt dat de elementen van de Moderne Financiële Theorie daar waar mogelijk, wel worden aangehangen, maar dat alle concepten uit de Behavioral Finance waarneembaar zijn. Beleggers streven naar het hoogste rendement, maar spreken ook over het elkaar gunnen.

Gezien het literatuuronderzoek en de resultaten van de interviews kan vervolgens geconcludeerd worden dat de onderzochte vastgoedbeleggers zich in meer of mindere mate laten beïnvloedden door irrationele aspecten. Het irrationele gedrag van de beleggers kan leiden tot het maken van niet optimale keuzes en daarmee wordt het resultaat niet positief beïnvloed. Dit onderzoek heeft niet als doel gehad om de mate van het irrationele gedrag in kaart te brengen. De resultaten van dit onderzoek zijn slechts een eerste verkenning. Tenslotte is duidelijk geworden dat gezien de vastgoedmarkt verre van efficiënt is, de beslissers op deze markt, buitengewoon kwetsbaar zijn voor irrationeel gedrag.

Inhoudsopgave

Voorwoord
Samenvatting
Inhoudsopgave
1. Inleiding 1
1.1. Aanleiding 1
1.2. Probleemstelling 2
1.3. Doelstelling 2
1.4. Centrale vraag en deelvragen 2
1.5. Relevantie 2
1.6. Afbakening 3
1.7. Leeswijzer 3
2. Vastgoedbeleggen en beleggingstheorieën 4
2.1. Vastgoed als belegging 4
2.2. Direct vastgoed 4
2.3. Type vastgoedbeleggers 5
2.3.1. De institutionele vastgoedbeleggers 5
2.3.2. De particuliere vastgoedbeleggers 6
2.4. Beleggingstheorieën 7
2.4.1. Moderne Portefeuille theorie 7
2.4.2. Sharpe-ratio 8
2.4.3. Capital Asset Pricing Model 8
2.4.4. Jensen's alpha 8
2.5. Samenvatting 9
3. Behavioral Finance 10
3.1. Wat is Behavioral Finance? 10
3.2. Cognitief psychologische benadering 10
3.2.1. Vooruitzichttheorie 11
3.2.2. Psychologische voorkeuren (preferences) 11
3.2.3. Psychologische vooroordelen (beliefs) 12
3.3. Behavioral Finance bij financiële markten en vastgoed 14
3.4. Behavioral Finance in dit onderzoek 16
3.5. Samenvatting 17
4. Strategie 18
4.1. Wat is strategie? 18
4.2. Strategieproces 19
4.3. Strategisch management 19
4.4. Elementen van een goede strategie 20
4.5. Strategie bepalen 21
4.6. Strategie en vastgoed 21
4.7. Samenvatting 22
5. Methoden en technieken 23
5.1. Conceptueel model 23
5.2. Type onderzoek 23
5.3. Methode 24
5.3.1. Onderzoeksterrein 24
5.3.2. Dataverzameling 24
5.3.3. Data-analyse 25
5.4. Kwaliteit 26
5.5. Ethiek 26
6. Resultaten 27
6.1. Respondenten 27
6.2. Strategie 29
6.2.1. Elementen strategieverklaring 29
6.2.2. Kenbaar maken van de strategie 30
6.2.3. Structuur volgt strategie 31
6.2.4. Volgende generatie 32

6.2.5. Afwijken van strategie 33
6.3. Moderne Financiële Theorie 33
6.3.1. Efficiënte markthypothese 33
6.3.2. Volledig rationeel 34
6.3.3. Volledig egoïstisch en maximaal rendement 34
6.3.4. Risico avers 35
6.3.5. Relatie tussen rendement, risico en spreiding 35
6.4. Behavioral Finance 36
6.4.1. Familiariteitsheuristiek 36
6.4.2. Verliesaversie 37
6.4.3. Verankering en aanpassing 38
6.4.4. Zelfoverschatting 38
6.4.5. Mentaal Boekhouden 39
6.4.6. Representativiteitsheuristiek 40
6.4.7. Beschikbaarheidsheuristiek 40
6.4.8. Anomalie: Kuddegedrag 41
7. Conclusie, reflectie en aanbevelingen 42
7.1. Conclusie 42
7.2. Reflectie 43
7.3. Aanbevelingen 44
Bibliografie
Bijlagen
Bijlage 1: Verantwoording instrument interview
Bijlage 2: Codeboom
Codeboom

1. Inleiding

Dit onderzoek richt zich op professionele vermogende Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers met als focus de disciplines vastgoed, gedragseconomie (Behavioral Finance) en strategie.

1.1. Aanleiding

Uit onderzoek van (Teuben, 2011) blijkt dat het professioneel gemanaged Nederlands beleggingsvastgoed vele malen groter is dan eerder werd aangenomen, waarbij het directe vastgoedeigendom gedomineerd wordt door private vastgoedbeleggers. Traditioneel nemen de Nederlandse institutionele en private beleggers circa 60% tot 70% van de jaarlijkse belegginsdynamiek voor hun rekening (JLL, 2013). In 2009 waren de particuliere vastgoedbeleggers zelfs verantwoordelijk voor 52% van het totale beleggingsvolume op de Nederlandse vastgoedbelegginsmarkt (JLL, 2010).

Beleggingsdoelstellingen van particuliere vastgoedbeleggers wijken af van bijvoorbeeld institutionele vastgoedbeleggers, waardoor deze twee groepen beleggers verschillend acteren (Gool, Jager, Weisz, & Theebe, 2013). Over doelstellingen en strategieën van institutionele beleggers is relatief veel bekend, daarentegen is er zeer weinig bekend over de doelstellingen en strategieën van particuliere vastgoedbeleggers.

Uit recent onderzoek van Aspara, Chakravarti, & Hoffmann (2015) blijkt dat particuliere beleggers in aandelen zich laten leiden door de mate waarin de onderneming past bij hun imago en denkbeelden, naast het behalen van een zo hoog mogelijk rendement. In deze studie wordt aangetoond dat keuzes van particuliere beleggers in aandelen vooral in het onderbewuste afspelen. Ook maakt dit onderzoek duidelijk dat als de belegger zich hiervan bewust wordt, hij terugkeert naar wat de economische theorieën van de belegger zouden verwachten: een zo hoog mogelijk rendement behalen. De uitkomsten van het door Aspara, Chakravarti, & Hoffmann uitgevoerde onderzoek wekt de vraag op, of dit ook zal gelden voor particuliere beleggers in vastgoed.

Doordat de vastgoedmarkt intransparant is en particuliere beleggers terughoudend zijn met het verstrekken van informatie, is er weinig bekend over particuliere Nederlandse vastgoedbeleggers. Uit het onderzoek naar het financieringsbeleid van Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers 2014 (ING; Nyenrode, 2014), blijkt dat vijftig procent van de onderzochte populatie (n=119) beschikt over een portefeuille met een waarde groter dan circa 60 miljoen. Hierbij moet wel de kanttekening worden geplaatst dat het niet duidelijk is of de door ING & Nyenrode onderzochte populatie representatief is voor alle Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers.

Het deel van de particuliere beleggers met een portefeuille groter dan circa 60 miljoen is met name interessant. Dit betreffen de beleggers met een volumineuze portefeuille waar de beleggingstheorieën, zoals de moderne portefeuilletheorie van Harry Markowitz (1952), in relatieve zin, beter op van toepassing zouden zijn. Dit omdat deze groep beleggers de mogelijkheid heeft om bijvoorbeeld haar portefeuille te spreiden in tegenstelling tot beleggers met minder volumineuze portefeuille, of slechts één beleggingsobject. Daarnaast is het vermoeden dat deze portefeuilles intensief door een professioneel team gemanaged worden. Eveneens is het vermoeden dat deze groep beleggers meer overeenkomsten vertonen dan de algemene en zeer heterogene groep particuliere vastgoedbeleggers, waarbij de omvang en samenstelling van de portefeuille enorm varieert.

Bij de in de literatuur beschreven beleggingstheorieën wordt verondersteld dat de belegger volledig rationeel handelt. Hier is echter geen sprake van. De vooruitzichttheorie (Kahneman & Tversky, 1979) stelt namelijk dat de uitkomst van een beslissing bij onzekerheid afhankelijk is van de relatieve omstandigheden, waarbij verlies voor veel mensen zwaarder weegt dan winst. Het irrationeel handelen door beleggers wordt bestudeerd in het vakgebied Behavioral Finance.

Om inzicht te geven in het handelen van de particuliere Nederlandse vastgoedbeleggers, is het interessant om te weten in hoeverre de strategie van deze groep beleggers gebaseerd is op economische theorieën of irrationele overwegingen en de mogelijke gevolgen hiervan.

1.2. Probleemstelling

Er is weinig inzicht in de strategie en de overwegingen van het handelen van de professionele vermogende particuliere Nederlandse vastgoedbelegger in direct vastgoed. Wel is er het vermoeden dat er psychologische concepten ten grondslag liggen aan de strategie en het handelen van deze groep beleggers. Op basis van de toepassing van psychologische concepten door deze beleggers zou kunnen worden afgeleid dat zij irrationeel handelen. Kahneman (2011) stelt dat het handelen van de mens voornamelijk heeft te maken met intuïtieve vooringenomenheden, zo ook het handelen van beleggers. Deze stelling van Kahneman onderschrijft de aannemelijkheid van de probleemstelling.

1.3. Doelstelling

De doelstelling van dit onderzoek is om inzicht te geven in de groep professionele vermogende particuliere vastgoedbeleggers en na te gaan of er inderdaad – zoals wordt vermoed – psychologische concepten ten grondslag liggen aan de strategie en het handelen van deze groep, waardoor geconcludeerd kan worden of deze groep beleggers irrationeel handelt.

1.4. Centrale vraag en deelvragen

De **centrale vraag** van dit onderzoek luidt:

> In hoeverre liggen elementen uit de Moderne Financiële Theorie en/of psychologische concepten uit de Behavioral Finance ten grondslag aan de strategie van professionele vermogende particuliere Nederlandse beleggers in direct vastgoed?

Om tot een antwoord op de centrale vraag te komen zijn de volgende **deelvragen** geformuleerd:

1. H2: Wat zijn de kenmerken van het beleggen in direct vastgoed? (T)
2. H2: Wat zijn de rationele afwegingen van de vastgoedbelegger? (T)
3. H3: Uit welke deeltheorieën bestaat Behavioral Finance en welke zijn van toepassing op dit onderzoek? (T)
4. H3: Wat zijn de gedragsaspecten van de vastgoedbelegger? (T)
5. H4: Welke elementen dient een strategieverklaring te omvatten? (T)
6. H6: In hoeverre bevatten de strategieverklaringen van de respondenten de essentiële elementen van een strategieverklaring volgens Collis en Rukstad? (P)
7. H6: Welke kenmerken van de beleggingstheorieën en welke psychologische concepten zijn terug te vinden in de overwegingen en strategieën van de beleggers? (P)
8. H6: In hoeverre vinden de rationele afwegingen en de gedragsaspecten ondersteuning naar aanleiding van de kwalitatieve interviews? (A)

(T = Theorie, P = Praktijk, A = Analyse)

1.5. Relevantie

Zoals omschreven in de aanleiding is in diverse studies aangetoond dat particuliere beleggers zich bewust en onbewust laten beïnvloeden door verschillende aspecten waardoor ze irrationeel handelen. Over het handelen van de groep professionele vermogende Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers is nauwelijks tot geen literatuur te vinden in vergelijking tot bijvoorbeeld institutionele vastgoedbeleggers. Dit maakt het onderzoek wetenschappelijk relevant en hierdoor kunnen de resultaten van dit onderzoek bijdragen aan de verklaring van het gedrag van deze groep beleggers.

Het onderzoek is maatschappelijk relevant omdat het gealloceerd vermogen van deze groep beleggers in de Nederlandse economie substantieel te noemen is (JLL, 2011). Het vermoeden is dat vermogen door de lage rente en de opkomende investeringsdrang zal toenemen (ING; Nyenrode, 2014). Daarnaast bestaat het vermoeden dat deze groep vastgoedbeleggers invloedrijk is op de Nederlandse vastgoedmarkt.

1.6. Afbakening

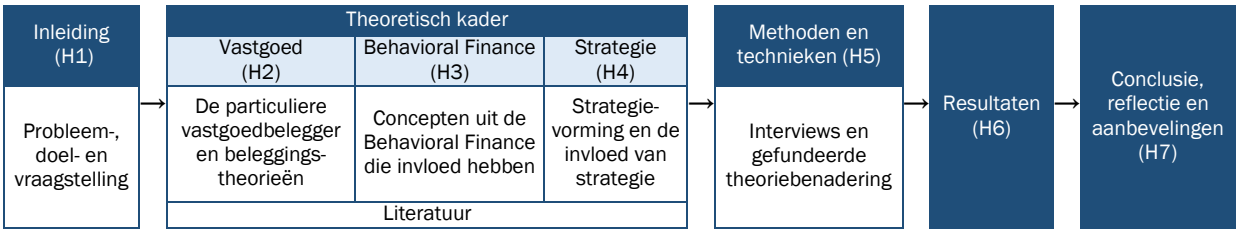
Het onderwerp van dit onderzoek is een relatief breed onderwerp. Om dit onderzoek te voltooien binnen de gestelde termijn, rekening houdend met de beperkte middelen voor dit onderzoek, is het van belang aan te geven waar de onderzoeker zich op richt en welke elementen binnen het onderzoek vallen. Door een aantal onderzoekselementen te selecteren en deze te conceptualiseren wordt het onderzoek afgebakend.

Het onderzoek richt zich enkel op professionele vermogende particuliere Nederlandse vastgoedbeleggers in direct vastgoed, zijnde de beleggers met een vastgoedbeleggingsportefeuille groter dan 60 miljoen euro. Onder de vastgoedbelegginsportefeuille wordt enkel verstaan direct vastgoed in Nederland gelegen. Alle overige particuliere vastgoedbeleggers worden in dit onderzoek buiten beschouwing gelaten. In deze scriptie wordt de te onderzoeken groep geduid als de ‘particuliere vastgoedbeleggers’.

Deze scriptie richt zich op rationele en irrationele (strategische) afwegingen van particuliere vastgoedbeleggers. Omwille van de tijd, capaciteit en de onderzoekbaarheid wordt dit onderzoek uitgevoerd vanuit twee invalshoeken met enkele afgebakende elementen en concepten Dit zijn enkele elementen uit de Moderne Financiële Theorie en concepten uit de Behavioral Finance. De invalshoek strategie wordt in dit onderzoek als een spreekwoordelijke kapstok gebruikt om elementen uit de Moderne Financiële Theorie en concepten uit de Behavioral Finance waar te kunnen nemen. Het in kaart brengen van de strategie van de te onderzoeken groep staat in dit onderzoek niet centraal. De overwegingen om tot de genoemde strategie te komen of de overwegingen waarom de particuliere beleggers hier van af wijken worden enkel interessant geacht.

1.7. Leeswijzer

Voornoemde deelvragen worden beantwoord aan de hand van een literatuur onderzoek en een empirisch onderzoek. Figuur 1.7.1 geeft de opbouw en schematisch de samenhang tussen de hoofdstukken weer. De hoofdstukken 2 tot en met 4 vormen het theoretisch kader. In deze hoofdstukken zullen deelvragen 1 tot en met 5 worden beantwoord. In hoofdstuk 5 worden de gebruikte methoden en technieken behandeld en verantwoord. Met behulp van de resultaten, die worden behandeld in hoofdstuk 6, zal in hoofdstuk 7 de centrale vraag worden beantwoord. In het laatste hoofdstuk wordt naast de conclusie, de reflectie, aanbevelingen en suggesties voor vervolgonderzoek gepresenteerd.



Figuur 1.7.1.: Schematische weergave en samenhang van de hoofdstukken (bron: eigen bewerking)

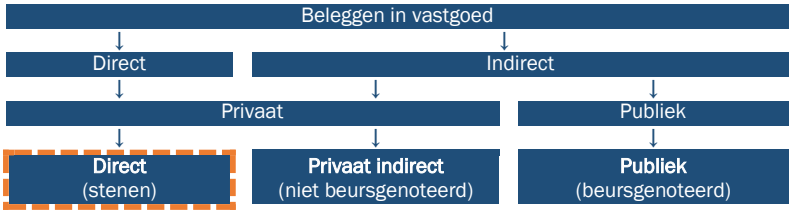
2. Vastgoedbeleggen en beleggingstheorieën

In dit hoofdstuk staan de eerste twee deelvragen van het onderzoek centraal. Allereerst wordt een introductie op vastgoed als belegging gegeven. Vervolgens wordt in dit hoofdstuk dieper ingegaan op de particuliere vastgoedbelegger. Tot slot worden de beleggingstheorieën behandeld en wordt er een samenvatting gegeven.

2.1. Vastgoed als belegging

"Beleggen is het in stand houden dan wel het doen groeien of waardevast maken van vermogen" (Kousemaekers, 2007, p. 508). Beleggen is eveneens te omschrijven als het opgeven van zekere bedragen in het heden, in ruil voor onzekere inkomsten in de toekomst (Van Gool et al, 2013, p. 24). Bij het beleggen in vastgoed wordt het vermogen vastgelegd in vastgoed, met als doel om vermogen te genereren. Er bestaat een wezenlijk verschil tussen beleggen en investeren in vastgoed. Bij investeren in vastgoed staan de diensten van het vastgoed centraal, zoals huisvesting. Bij het beleggen in vastgoed staat de vermogensinstandhouding of vermogensgroei centraal. Van Gool et al stelt in dit verband: "Bij het beleggen in vastgoed staat de functie van het vermogensobject voorop, terwijl het bij investeren en ontwikkelen gaat om de functie van het productiemiddel dan wel de functie van de (winstgevende) creatie" (Van Gool et al, 2013, p. 24).

Beleggen in vastgoed kan op veel verschillende wijzen. Een belangrijk onderscheid wat moet worden gemaakt is het direct beleggen in vastgoed en indirect beleggen in vastgoed. Volgens Van Gool et al "is een belegging in direct vastgoed, of een directe belegging in vastgoed een belegging in stenen. Een belegging in indirect vastgoed, of een indirecte belegging in vastgoed is een belegging in vastgoed aandelen" (Van Gool et al, 2013, p. 24). Van Gool et al (2013, p. 27) maakt onderscheid tussen de drie belangrijkste vormen van beleggen in vastgoed, namelijk: 'direct', 'privaat indirect' (ook wel 'niet-beursgenoteerd') en 'publiek' (ook wel 'beursgenoteerd'). Ter verduidelijking zie figuur 2.2.1.



Figuur 2.1.1.: Definitiemuur (Bron: Van Gool e.a., 2013; p. 27 & eigen bewerking)

Omdat dit onderzoek zich richt op professionele vermogende particuliere Nederlandse beleggers in direct vastgoed, wordt nader ingegaan op beleggen in direct vastgoed. In dit onderzoek wordt het beleggen in vastgoed benaderd vanuit de invalshoek het eigen vermogen. Het is ook mogelijk om het beleggen in vastgoed te bezien vanuit het vreemd vermogen. Deze invalshoek wordt echter buiten beschouwing gelaten omdat de belegger veelal een beperktere invloed heeft op het vastgoed dan bij het beleggen in direct vastgoed (Van Gool et al, 2013).

2.2. Direct vastgoed

Direct vastgoed heeft de volgende kenmerken welke door Getner et al (2014) en Van Gool et al (2013) zijn benoemd:

1) *Vermogensobject en productiemiddel*. Een belegger opereert op verschillende markten, waaronder de vermogensmarkt en verhuurmarkt. Hierdoor heeft beleggen in direct vastgoed een sterk ondernemingskarakter.
2) Be*ïnvloedbaar door de omgeving.* Direct vastgoed is vatbaar voor invloeden uit onder andere de economische en fysieke omgeving.
3) *Vastgoed is heterogeen.* Ieder object heeft haar specifieke kenmerken;
4) *'De' (directe) vastgoedmarkt bestaat niet.* Er is sprake van een groot aantal (lokale) deelmarkten met

eigen karakteristieken, mede veroorzaakt door geografische gebondenheid en heterogeniteit.
5) *Markt intransparantie.* De vastgoedmarkt en haar deelmarkten zijn onder andere door onvolledige informatie en marktimperfecties intransparant. Van een perfecte markt is dan ook geen sprake. De marktimperfecties komen tot uitdrukking in prijsstarheid en leegstand.
6) *Hoge eenheidsprijzen.* Vastgoed is slecht splitsbaar in kleine eenheden, wat ertoe leidt dat per object een fors vermogen benodigd is.
7) *Hoge transactiekosten.* Vastgoed kent hoge transactiekosten bij eigendomswisseling. Deze hoge kosten worden opgedreven door belastingen en informatiekosten, die worden veroorzaakt door intransparantie, heterogeniteit en het grote aantal deelmarkten.
8) *Illiquide.* Het kopen en verkopen van direct vastgoed vergt veel tijd. Dit is vooral toe te schrijven aan de heterogeniteit en intransparantie.
9) *Lange levensduur.* De levensduur van grond is nagenoeg oneindig en de levensduur van gebouwen is zeer lang. Vastgoed kan zodoende lange tijd opbrengsten en diensten leveren, waardoor vastgoed een lange termijn belegging is.
10) *Lange productietijd.* Vastgoed produceren vergt veel inspanning en tijd. Het aanbod van direct vastgoed reageert vertraagd op de vraag, mede door de lange productietijd. Daardoor ontstaan soms discrepanties, die zich uiten in schaarste of overaanbod,
11) *Veel overheidsregelgeving.* Vastgoed is onderhevig aan veel regelgeving van de overheid, zoals fiscale regels en regels rond ruimtelijke ordening. Resultaten van beleggen in vastgoed zijn mede afhankelijk van het gevoerde overheidsbeleid.
12) *Zeer management intensief.* Dit wordt bepaald door het sterke ondernemingskarakter, intransparantie en heterogeniteit. De belegger kan veel elementen beïnvloeden, waar het resultaat van het vastgoed afhankelijk van is.

Bovenstaande kenmerken maken direct vastgoed tot een afwijkende beleggingsvorm ten opzichte van andere beleggingscategorieën omdat deze kenmerken niet van toepassing zijn op andere beleggingscategorieën, zoals aandelen en obligaties. Uit de kenmerken vloeien verschillende voor- en nadelen voort om te beleggen in direct vastgoed. De meest relevante voor- en nadelen zijn opgenomen in tabel 2.2.1.

Voordelen	Nadelen
1 Portefeuillediversificatie	1 Kennis en management intensieve beleggingsvorm
2 Stabiele stroom van inkomsten	2 Groot vermogensbeslag
3 Gunstige rendement/riscoverhouding	3 Intransparantie
4 Redelijke bescherming tegen inflatie	4 Illiquiditeit
5 Invloed op beleid: meer rendement door intensief management	5 Lastige performancemeting
6 Specifieke kansen op onroerendgoedmarkten	
7 Fiscale voordelen	

Tabel 2.2.1: Voor- en nadelen van direct vastgoed als belegging (Bron: Van Gool et al, 2013; p. 30 & eigen bewerking)

2.3. Type vastgoedbeleggers

Op de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt zijn verschillende partijen actief. In beginsel wordt er onderscheid gemaakt tussen twee soorten beleggers: (1) de institutionele vastgoedbeleggers en de (2) particuliere vastgoedbeleggers (Van Gool et al, 2013, p. 124). Beide typen beleggers verschillen van elkaar. De meest relevante verschillen tussen deze typen beleggers zijn: de omvang van het belegd vermogen, professionaliteit, de beleggingsdoelstelling, de beleggingshorizon en het beleggingsbeleid. In de volgende paragraaf worden de twee typen beleggers behandeld en wordt vervolgens nader ingegaan op de particuliere vastgoedbeleggers.

2.3.1. De institutionele vastgoedbeleggers

Tot de groep institutionele vastgoedbeleggers worden gerekend pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en beleggingsinstellingen (Van Gool et al, 2013 p. 149). Het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) hanteert de volgende definitie van de institutionele vastgoedbelegger: “Institutionele beleggers zijn instellingen die door hun activiteiten de beschikking krijgen over gelden die ze moeten

beleggen. Deze activiteiten bestaan vooral uit het verzekeren van pensioenen en het aan particuliere beleggers bieden van mogelijkheden tot beleggen met een gewenst risicoprofiel. Tot de institutionele beleggers worden gerekend: pensioenfondsen, verzekeraars en beleggingsinstellingen" (CBS, 2015). De doelstelling van een institutionele belegger is in veel gevallen het beheren van vermogen voor haar respondenten zodat in de toekomst uitkeringen, zoals pensioenen, plaats kunnen vinden (Van Gool et al, 2013). De institutionele vastgoedbeleggers in Nederland met een geïnvesteerd vermogen van minimaal € 100 miljoen in Nederlands vastgoed hebben zich verenigd in de Institutionele Vereniging voor Beleggers in Vastgoed (IVBN).

De verhouding belegd vermogen van de institutionele vastgoedbelegger in vastgoed ten opzichte van het totaal belegd vermogen is de afgelopen jaren afgenomen (CBS, 2014). In 2012 betrof vastgoed 9,2% van het totaal belegd vermogen. Deze daling geldt eveneens voor de deelgroep direct vastgoed. In 2012 betrof direct vastgoed 2,5% van het totaal belegd vermogen (CBS, 2014).

2.3.2. De particuliere vastgoedbeleggers

De groep particuliere vastgoedbeleggers, ook wel de private vastgoedbeleggers genoemd, is een zeer heterogene groep. Een algemeen aanvaarde definitie van de Nederlandse particuliere belegger is niet bekend. Wieser (2013, p. 16) omschrijft in haar scriptie de particuliere vastgoedbelegger als volgt: "Onder de particuliere beleggers worden individuele beleggers verstaan. Zij kunnen verschillende doelen hebben, zoals doelsparen, het verkrijgen van een inkomen of waardestijging van het vermogen. Binnen het vastgoed gaat dit over het verkrijgen van huren van de gebouwde ruimte en/of het toenemen van de waarde van het object waarin is geïnvesteerd".

De particuliere vastgoedbeleggers worden vaak sterk gegeneraliseerd, terwijl dit een zeer heterogene groep is. Daardoor kunnen er nagenoeg geen generieke uitspraken gedaan worden over deze groep. Er is geen specifieke data voorhanden over het aantal particuliere vastgoedbeleggers in Nederland en de omvang van hun belegd vermogen. Wieser (2013) heeft in haar scriptie gepoogd het volume van het belegd vermogen van de particuliere vastgoedbeleggers weer te geven door het totaal geschat belegd vermogen in vastgoed te verminderen met het belegd vermogen in vastgoed van de institutionele vastgoedbeleggers. Zij schat het belegd vermogen van de particuliere vastgoedbeleggers op circa € 104 miljard; hierbij moet de kanttekening worden geplaatst dat dit een grove schatting is.

De omvang van het belegd vermogen en de professionaliteit van de groep particuliere beleggers in vastgoed lopen sterk uiteen. Zo zijn er vermogende particuliere vastgoedbeleggers die meer belegd vermogen hebben dan de kleinere institutionele vastgoedbeleggers. Dit zou erop kunnen wijzen dat deze particuliere vastgoedbeleggers meer managementcapaciteit hebben dan de desbetreffende institutionele vastgoedbeleggers met minder belegd vermogen. Echter deze aanname is nooit getoetst.

Gezien de diversiteit binnen de groep particuliere vastgoedbeleggers wordt in dit onderzoek onderscheid gemaakt tussen professionele vermogende particuliere vastgoedbeleggers en overige particuliere vastgoedbeleggers.

2.3.2.1. Professionele vermogende particuliere vastgoedbeleggers

Dit onderzoek richt zich op de groep professionele vermogende Nederlandse particuliere beleggers in direct vastgoed, omdat deze groep naar verwachting homogener is dan de volledige groep particuliere vastgoedbeleggers. Een vastgoedbelegger is in dit onderzoek een professionele vermogende vastgoedbelegger als zij:

1) actief is met meerdere beleggingen in Nederlands direct vastgoed;
2) een totaal belegd vermogen van meer dan 60 miljoen euro in Nederlands direct vastgoed heeft;
3) een eigen actieve management-organisatie voert die verantwoordelijk is voor het beleid en de strategie van de portefeuille.

Uit deze kenmerken wordt duidelijk dat deze groep beleggers volume heeft in de zin van belegd vermogen en dat zij door hun eigen actieve management-organisatie specialistische kennis in huis hebben ten aanzien van Nederlands beleggingsvastgoed. De omvang van de populatie van deze groep beleggers is niet bekend.

2.3.2.2. Overige particuliere vastgoedbeleggers

De groep overige particuliere vastgoedbeleggers belegt in zowel direct als indirect vastgoed en kenmerkt zich door een grote heterogeniteit. Daarnaast beschikt deze groep beleggers doorgaans niet over een groot belegd vermogen in vastgoed. De opbrengsten hieruit zijn niet voldoende om een eigen professionele managementorganisatie met specialistische kennis in vastgoed op te zetten en te voeren.

2.4. Beleggingstheorieën

Bewust of onbewust handelen beleggers vaak naar wetenschappelijke ontdekkingen. Iedereen kent wel de wijsheden zoals: “Wed niet op één paard”, wat het belang van spreiding weergeeft. Markowitz ontwikkelde in 1952 een model waarmee een belegger, door middel van spreiding het risico van de portefeuille kan verlagen. Dit model, de *Moderne Portefeuille theorie*, genaamd, luidde een nieuwe periode in ten aanzien van de benadering van beleggingsportefeuilles.

2.4.1. Moderne Portefeuille theorie

De Moderne portefeuille theorie (MPT) veronderstelt dat het risico van beleggingen bestaat uit (1) een specifiek risico en (2) een marktrisico (Van Gool et al, 2013). Indien er telkens wordt belegd in gelijke beleggingen zou men deze risico’s moeten optellen. Echter Markowitz (1952) ontdekte dat bij het beleggen in verschillende beleggingen het specifieke risico in relatieve zin afneemt. Immers het specifieke risico wordt gespreid over de verschillende beleggingsobjecten, dit noemt men het diversifiëren van de beleggingsportefeuille. Men gaat ervanuit dat het specifieke risico volledig weg gediversifieerd kan worden, mits de portefeuille voldoende niet samenhangende beleggingen toelaat.

Markowitz toonde dit aan door het toevoegen van twee of meer beleggingen, waarvan de rendementen niet perfect samenhangen (correleren). Het gemeten risico, in standaarddeviatie, was hierbij lager dan het gewogen gemiddelde van de standaarddeviaties van de specifieke delen van de portefeuille. De mate van samenhang (en daarmee het diversificatiepotentieel) wordt gemeten met de lineaire correlatiecoëfficiënt (Van Gool et al, 2013, p. 74).

Het rendement en risico wordt volgens Markowitz op de volgende wijze in een formule weergegeven (Van Gool et al, 2013, p. 75):

$$ER_p = X_1 \times R_1 + X_2 \times R_2$$

waarbij:

ER_p	=	het verwachte portefeuille rendement
X_1, X_2	=	het gewicht van de beleggingen als percentage van het geheel
R_1, R_2	=	het gemiddelde verwachte rendement van de belegging.

Het portefeuillerisico wordt dan als volgt uitgedrukt:

$$\sigma_p = \sqrt{[X_1^2 \times \sigma_1^2 + X_2^2 \times \sigma_2^2 + 2 \times (X_1 \times X_2 \times \rho_{1,2} \times \sigma_1 \times \sigma_2)]}$$

waarbij:

σ_p	=	het verwachte portefeuillerisico uitgedrukt in standaarddeviatie
σ_1, σ_2	=	de standaarddeviatie van de belegging
$\rho_{1,2}$	=	de correlatie tussen rendementen van beleggingen

De diversificatie wordt meer zichtbaar naarmate de beleggingen minder correleren. Hoe minder groot de correlatie, hoe groter het effect van diversificatie. Wanneer er sprake is van onvolledige samenhang (correlatie <1,0), dan is het portefeuillerisico lager dan het gewogen gemiddelde risico van de afzonderlijke beleggingen.

De Moderne Portefeuille Theorie streeft de optimale portefeuille na, wat duidt op de portefeuille die gegeven een rendement, het laagst mogelijke risico heeft of omgekeerd. Gezien nastreving van de optimale portefeuille, verondersteld de Moderne Portefeuille Theorie dat beleggers risicomijdend zijn en dat de

beleggers op zoek zijn naar beleggingen met de meest gunstige rendement/risicoverhouding (Van Gool et al, 2013, p. 76).

2.4.2. Sharpe-ratio

De Sharpe-ratio, vernoemd naar de bedenker W.F. Sharpe, is een veelgebruikte ratio om de efficiëntie van beleggingen te vergelijken. De Sharpe-ratio geeft weer of het te nemen risico wordt gecompenseerd door het te genereren rendement. Hoe hoger de ratio, hoe optimaler de combinatie rendement en risico (Geltner et al, 2014, p. 539). De belegger maakt hierbij een afweging tussen rendement en risico. De ratio wordt als volgt berekend (Van Gool et al, 2013, p. 66):

$$\text{Sharpe-ratio}_i = (R_i - R_f) / \sigma_i$$

waarbij:

R_i	=	het rendement van de belegging / portefeuille i
R_f	=	het risicovrije rendement
σ_i	=	het risico voor de belegging / portefeuille i gemeten met de standaarddeviatie

De Sharpe-ratio veronderstelt dat een belegger een rendement kan realiseren zonder enig risico, het zogenoemde risicovrije rendement (Van Gool et al, 2013, p. 66).

2.4.3. Capital Asset Pricing Model

Het Capital Asset Pricing Model (CAPM) wordt toegeschreven aan Sharpe, Linter en Mossin, en wordt gezien als nadere uitwerking van de Moderne Portefeuille Theorie (Van Gool et al, 2013). In de jaren 70 en 80 werd het CAPM op grote schaal gebruikt in de beleggingsmarkt, echter toen nog niet binnen de vastgoedbeleggingsmarkt. Geïnspireerd op de Moderne Portefeuille Theorie waren, met name de institutionele beleggers, op zoek naar dezelfde geavanceerde analyse instrumenten voor hun vastgoedbeleggingen als de rest van hun beleggingsportefeuille. Deze beleggingsportefeuille bestond voornamelijk uit aandelen en obligaties. Het CAPM werd omstreeks 1980 geïntroduceerd in de vastgoedbeleggingsmarkt, met als doel meer inzichten te verkrijgen in rendement en risico (Geltner et al, 2014, p. 561ev).

Het CAPM stelt dat alle beleggers in een volledig gespreide portefeuille zouden moeten beleggen en dat een belegger enkel rendement ontvangt voor het niet verder te diversifiëren risico, oftewel het marktrisico. Het te diversifiëren risico, oftewel het systeem risico, wordt in het CAPM gemeten en uitgedrukt in een zogenoemde *beta*. De beta meet hoe sterk de belegging reageert op algemene ontwikkelingen, ten opzichte van de markt (Van Gool et al, 2013, p. 77).

Een beta gelijk aan 1,0 betekend dat het systematische risico van de investering gelijk is aan het systematische risico van de markt als geheel. Beleggingen met een beta < 1,0 zijn minder gevoelig dan beleggingen met beta van > 1,0 voor het systematische risico van de markt als geheel.

Het rendement dat een belegger minimaal wil behalen, op basis van de kenmerken van de belegging kan men met de beta en het vereiste rendement voor een belegging via het CAPM beredeneren. In formulevorm wordt het rendement als volgt weergegeven (Van Gool et al, 2013, p. 78):

$$ER_i = R_f + \text{beta}_i \times (ER_m - R_f)$$

waarbij:

ER_i	=	het verwachte (vereiste) rendement op investering i
R_f	=	het risicovrije rendement
beta_i	=	het systematische risico van investering i
ER_m	=	het verwachte marktrendement

2.4.4. Jensen's alpha

In werkelijkheid wijkt het rendement van beleggingen vaak af van het vereiste rendement volgens het CAPM. M. Jensen ontwikkelde een ratio die bekend staat als *Jensen's alpha* (Van Gool et al, 2013, p 78). Indien er een *alpha* gegenereerd wordt, betekent dat, dat er een rendement behaald wordt dat boven het vereiste rendement ligt. De Jensen's alpha wordt als volgt berekend (Van Gool et al, 2013, p. 78):

Jensen's alpha = $R_p - R_f - beta_p \times (R_m - R_f)$

waarbij:

R_p	=	het werkelijke rendement
R_f	=	het risicovrije rendement
$beta_p$	=	de beta van de portefeuille
R_m	=	het werkelijke markrendement

2.5. Samenvatting

In de praktijk worden de CAPM, Sharpe-ratio en Jensen's alpha met name veelal toegepast bij indirect beursgenoteerd vastgoed, omdat voor indirect beursgenoteerd vastgoed de benodigde data beschikbaar is (Van Gool et al, 2013). De benodigde informatie ontbreekt veelal bij direct vastgoed, vanwege de heterogeniteit van de beleggingen en beleggers. De onderliggende formules van de theorieën illustreren de rationele gedachten van de beleggingen, met name niet meer risico lopen dan het gegeven rendement. De formules worden niet gebruikt voor een eventuele data-analyse, maar vormen wel een basis voor de interviewvragen.

De behandelde theorieën kennen een aantal veronderstellingen, die niet volledig van toepassing zijn op het beleggen in direct vastgoed. Zo zijn alle behandelde theorieën gebaseerd op de efficiënte markthypothese. De efficiënte markthypothese veronderstelt dat alle mogelijke beschikbare informatie goedkoop en makkelijk verkrijgbaar is en dat deze is verwerkt in de prijs, oftewel het rendement of de rendementsverwachting (Fama, 1970). Van Gool et al (2013) en Geltner et al (2014) spreken over veel marktimperfecties en dat er absoluut geen sprake is van een efficiënt werkende vastgoedbeleggingsmarkt. Bijvoorbeeld binnen de vastgoedmarkt is informatie lastig beschikbaar en duur om te verkrijgen (Van Gool et al, 2013).

Verder wordt in de theorieën een relatie gelegd tussen (1) rendement, (2) risico en (3) samenhang of spreiding en wordt getracht om risico's objectief uit te drukken. Echter risico's zijn niet zuiver te meten en uit te drukken. Een volledig risicoloze belegging bestaat dan ook niet (Geltner et al, 2014). Verder wordt in deze theorieën het risico uitgedrukt in standaarddeviatie. Deze uitdrukking komt tot stand door informatie uit het verleden, hoewel deze informatie niet altijd representatief hoeft te zijn voor de toekomst.

Daarnaast gaan de theorieën uit van diversifiëren, echter moet spreiding wel mogelijk zijn. Vastgoedbeleggingen hebben een groot vermogensbeslag. Het vermogen van de belegger moet het wel toelaten om voldoende spreiding in haar portefeuille te kunnen toepassen. Eveneens wordt in de behandelde theorieën verondersteld dat beleggers de prijzen op de markt niet kunnen beïnvloeden, terwijl door bijvoorbeeld intensief management wel degelijk de prijs beïnvloed kan worden. De theorieën houden dan ook geen rekening met subjectieve impulsen.

Ten grondslag aan de theorieën liggen wel een reeks assumpties, die veelal als utopisch worden ervaren. Marquard & Van der Post (2012 p.8-9) benoemden de volgende assumpties: "een gegeven prijs; volledige informatie en dus markttransparantie; geen marktmacht van vragers of aanbieders en dus voldoende vragers (polyopsonie) en aanbieders (polyponie); vrije toe- en uittreding; homogene consumentenvoorkeuren; geen schaalvoordelen, externe effecten of collectieve goederen.". Samenvattend veronderstellen de theorieën dat beleggers volledig rationeel handelen, risico avers zijn en telkens streven naar maximalisatie van het rendement. In de praktijk blijkt echter dat dit niet het geval hoeft te zijn, omdat beleggers veelal vanuit hun emotie handelen. Gezien beleggers niet enkel rationeel handelen, maar ook uit emotie, is men zich meer gaan toeleggen op de gedragingen van beleggers en de invloed hiervan. Dit vakgebied, Behavioral Finance, wordt behandeld in hoofdstuk 3.

De behandelede theorieën zullen verder gezamenlijk de Moderne financiële theorie (MFT) genoemd worden. Debels (2006 p. 202) definieert de Moderne financiële theorie als het "geheel van principes en denkbeelden zoals deze vandaag aan de universiteiten gedoceerd worden, waarbij de belangrijkste pijlers zijn de portefeuilletheorie van Markowitz, het CAPM en de efficiënte markthypothese".

3. Behavioral Finance

In dit hoofdstuk wordt de tweede discipline van het theoretisch kader behandelt. Uit hoofdstuk 2 blijkt dat de Moderne financiële theorie veronderstelt dat beleggers volledig rationeel handelen, risico avers zijn en streven naar maximalisatie van hun rendement. Zoals weergegeven is dit in de praktijk echter niet het geval. Dit hoofdstuk gaat na een introductie in op de gedragsaspecten van de belegger en geeft antwoord op de derde en vierde deelvraag.

3.1. Wat is Behavioral Finance?

Behavioral Finance is een relatief jong vakgebied binnen de financiële economie dat inzichten uit de (cognitieve) psychologie, sociale wetenschap en antropologie toepast op gedragingen, om het irrationeel handelen van beleggers, wat tegenstrijdig is en niet verklaard kan worden vanuit de theoretische modellen, te verklaren (Prast, 2004) (Debels, 2006).

Het vakgebied is ontstaan als reactie op de neoklassieke economie en haar theorieën, die in de economische wetenschap de overhand hebben (Debels, 2006). De in hoofdstuk 2 behandelende Moderne financiële theorie, veronderstelt drie aannames, namelijk:

1) Men is volledig *rationeel*: men neemt zijn keuzes altijd volstrekt rationeel;
2) Men is volledig *egoïstisch*: een onderneming streeft te allen tijde maximale winst na, voor beleggers geldt dat zij altijd het maximale rendement nastreven;
3) Men is volledig *geïnformeerd*: eenieder handelt volstrekt onafhankelijk, waarbij men volledig is geïnformeerd. (Prast, 2004)

Afgelopen decennia is duidelijk geworden dat zich op de financiële markten verschijnselen voordoen die niet verklaarbaar zijn vanuit de neoklassieke theorie (Prast, 2004). Deze verschijnselen, veelal onregelmatigheden en afwijkingen, worden *anomalieën* genoemd. Een herkenbaar voorbeeld is dat prijzen explosief stijgen of dalen, door bijvoorbeeld de anomalieën *kuddegedrag*, *hypes* of het *handelen vanuit een paniekreactie*. Men trachtte de veel voorkomende anomalieën, *marktanomalieën* genoemd, te verklaren door onder andere de, veelal neoklassieke, theoretische modellen te optimaliseren (Prast, 2004). Doordat de oplossing niet gevonden werd in de verbetering van de bestaande conventionele modellen, heeft zich het vakgebied Behavioral Finance ontwikkeld (Debels, 2006).

Prast (2003) stelt dat de opkomst van Behavioral Finance niet betekent dat de inzichten van de rationele verwachting aan de kant moeten worden gezet. De hypothese van de rationele verwachtingen levert immers zeer belangrijke inzichten in het economisch gedrag. Echter uit onderzoek blijkt dat de mens zich niet volledig gedraagt volgens de uitgangspunten van de theorie (Prast, 2003).

Binnen Behavioral Finance kunnen twee benaderingswijzen worden onderscheiden, namelijk (1) de *rationele benadering* en (2) de *cognitieve psychologische benadering* (Prast, 2004). De rationele benadering tracht, zoals de naam al doet vermoeden, de verklaringen te vinden vanuit een rationele invalshoek, waarbij door middel van bijvoorbeeld modellen wordt verklaard dat informatie en imperfectie leiden tot marktimperfecties. De cognitieve psychologische benadering tracht verklaringen te vinden voor het irrationeel handelen door inzichten uit onder andere de psychologie (Prast, 2004) (Debels, 2006). Dit onderzoek richt zich op de cognitieve psychologische benadering en daarom wordt hier nader op ingegaan.

3.2. Cognitief psychologische benadering

Binnen *de cognitieve psychologische benadering* wordt onderscheid gemaakt tussen twee deelgebieden, namelijk: (1) *psychologische voorkeuren* (*preferences)* en (2) *psychologische overtuigingen* (*beliefs)*. De essentie van het eerste deelgebied, psychologische voorkeuren, gaat over de evaluatie van financiële resultaten en risicovoorkeuren. Het deelgebied psychologische overtuigingen focust zich op de wijze hoe wordt omgegaan met complexe beslissingen en op welke wijze wordt omgegaan met de beschikbare

informatie (Debels, 2006). Allereerst wordt kort de vooruitzichttheorie besproken en daarna wordt ingegaan op voornoemde deelgebieden

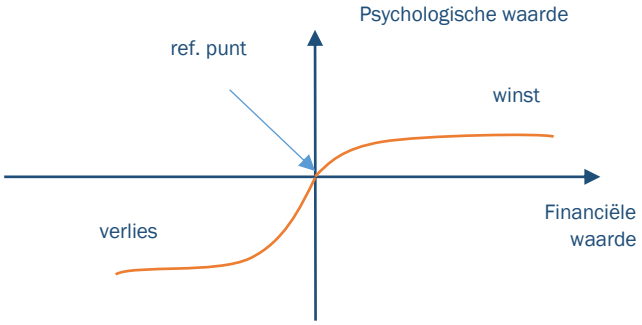
3.2.1. Vooruitzichttheorie

In 1979 publiceerden twee Israëlische psychologen Kahneman en Tversky de *voortuitzichttheorie* (*prospect theory*). Deze vooruitzichttheorie gaf de handvatten om irrationeel beleggersgedrag te verklaren. Kahneman en Tverksy toonden op basis van experimenteel onderzoek aan dat mensen zich bij het maken van economische afwegingen laten beïnvloeden door vaak onbewuste psychologische factoren (Prast, 2006). Kahneman en Tversky poogden hiermee de verwachtingen en de wijze van omgaan met informatie en hoe men risicovolle beslissingen neemt te verklaren. Dit gaat om situaties, waarin men een keuze moet maken of oordeel moet vellen, terwijl niet alle informatie bekend is (Prast, 2004). Kahneman en Tversky concludeerden dat men bij dit soort problemen niet de regels van de logica en waarschijnlijkheid toepast, maar vuistregels of strategieën die het mogelijk maken om op een gemakkelijke manier tot een keuze te komen. De vuistregels worden *heuristieken* genoemd. Daarnaast concludeerden Kahneman en Tversky dat men gevoelig is voor psychologische neigingen, denkfouten en vooroordelen, *biases* genoemd (Debels, 2006).

De vooruitzichttheorie stelt dat de voorkeuren en beslissingen, bij onzekerheid afhankelijk zijn van omstandigheden, informatieverwerking en ervaringen. De kansen en risico's worden niet absoluut ingeschat, maar relatief ten opzichte van voorgaande situaties of genomen referentiepunten. Daarnaast stelt de vooruitzichttheorie dat men meer impact ervaart van verlies dan van winst en dat er meer waarde wordt gehecht aan zekerheid dan aan mogelijke kans (Prast, 2006; Debels, 2006).

In figuur 3.2.1.1. wordt de nutscurve volgens de vooruitzichttheorie weergegeven. Op de verticale as wordt de toegekende waarde van winst en verlies weergegeven. Deze nutscurve geeft aan dat een eventueel verlies zwaarder weegt dan een eventuele winst en dat mede daardoor risico's anders worden ingeschat bij eventueel verlies of winst (Kahneman, 2011).

In 2002 werd aan Kahneman de Nobelprijs voor economie toegekend, wat door velen wordt gezien als de ultieme wetenschappelijke erkenning dat Behavioral Finance een volwaardig onderzoeksgebied is (Prast, 2006).



Figuur 3.2.1.1.: De nutscurve volgens de vooruitzichttheorie (Bron: Kahneman, 2011 & eigen bewerking)

3.2.2. Psychologische voorkeuren (preferences)

Verliesaversie (Loss aversion)

Het psychologisch concept *verliesaversie* is een container-begrip, welke eveneens overkoepelend kan zijn voor andere concepten (Debels, 2006). Verliesaversie is gebaseerd op de zwaardere impact die ervaren wordt als er verlies geleden wordt dan de absoluut gelijke winst, wat visueel wordt weergegeven in voornoemde nutscurve. Verliesaversie leidt ertoe dat men vaak niet wil toegeven aan een verkeerd gemaakte keuze (Kahneman, 2011). Dit wordt veroorzaakt omdat men al veel tijd en geld geïnvesteerd heeft, en het zonde zou vinden om hier afstand van te nemen. Dit leidt ertoe dat men verliesgevende posities aanhoudt in de veronderstelling dit terug te verdienen (Prast, 2004). Men is meer geneigd een verlies goed te maken dan daadwerkelijk het verlies te nemen. Verliesaversie geldt niet enkel voor unieke materiele en immateriële zaken waaraan de eigenaar gehecht is, maar ook voor geld en goederen die voor de eigenaar geen emotionele waarde bezitten (Prast, 2003).

Bij de te onderzoeken groep, professionele vermogende Nederlandse particuliere beleggers in direct vastgoed, kan bijvoorbeeld verliesaversie optreden wanneer verliesgevende objecten minder snel verkocht

worden dan winstgevende objecten. Het verlies wordt dan te lang vastgehouden en de winst wordt mogelijk te snel genomen.

Mentaal boekhouden (Mental accounts)

Het concept *mentaal boekhouden* heeft overlap met het concept verliesversie. Zoals voornoemd hebben beleggers een asymmetrische risicohouding. Als men wordt geconfronteerd met meerdere besluiten, blijkt men deze niet integraal te beoordelen, maar worden deze besluiten separaat behandeld.

Prast (2004) geeft als voorbeeld dat men de waarde aan het verkregen geld mede toekent door de wijze waarop zij het geld verkregen. Als voorbeeld: het vinden van een geldbedrag zou hetzelfde effect moeten hebben als een stijging van de aandelen met hetzelfde geldbedrag. In de praktijk blijkt dat geld dat op een relatief eenvoudige wijze is verkregen, op een eenvoudige wijze wordt uitgegeven. Dit is in strijd met het *fingibiliteitsprincipe* van geld. *Fungibiliteit* van geld wil zeggen dat het geld geen etiket heeft (Debels, 2006), ook niet voor winst of verlies.

Het concept mentaal boekhouden komt eveneens voor bij vastgoedbeleggers. Ter illustratie bij beleggers die verschillende fondsen hanteren. Zij plaatsen bijvoorbeeld in het ene fonds beleggingen met als doel een zeer hoog rendement te behalen en plaatsen in het andere fonds beleggingen om het risico af te dekken. Rationeel bezien zou alles geïntegreerd moeten worden en zou er rekening gehouden moeten worden met de onderlinge samenhang, wat in de praktijk volgens Prast (2004) niet gebeurd.

Framing

De combinatie van verliesaversie, asymmetrische risicoverhouding en mental accounting kunnen gezamenlijk leiden tot *framing*. Framing verwijst ernaar dat keuzes van mensen veranderen doordat de situatie op een bepaalde wijze wordt omschreven en ingekaderd (Debels, 2006). Kahneman (2011) concludeerde dat men in verliessituaties meer geneigd is risico te nemen dan in winstsituaties. Bij situaties waar gesproken wordt over verlies is men risico zoekend en bij situaties waar gesproken wordt over winst is men risico avers (Prast, 2006).

Verankering & aanpassing (Anchoring & Adjustment)

Verankering betekent dat een gekozen referentiepunt invloed heeft op de verwachte waarde, mogelijk door ervaringen, waarbij aanpassing beschrijft dat de verwachte waarde onvoldoende wordt aangepast naar de werkelijke waarde, maar in de buurt van het referentiepunt blijft (Prast, 2004). Kahneman (2011) geeft als vergelijking voor verankering aan dat mensen die zojuist een snelweg hebben bereden, vaak nog te snel rijden als ze de snelweg hebben verlaten. Volgens Kahneman (2011) wordt dit veroorzaakt omdat mensen zich traag aanpassen. Debels (2006, p. 212) omschrijft verankering als volgt: “Bij het schatten van een bepaalde waarde starten mensen typisch van een bepaalde waarde die dan wordt aangepast. Typisch is dat deze aanpassing onvoldoende is”. Als voorbeeld verwijst Debels (2006) naar een onderzoek van Northcraft en Neale uit 1987 waarbij woningmakelaars de waarde van een huis zeer verschillend inschatten doordat zij vasthielden aan de geopperde referentiepunten.

3.2.3. Psychologische vooroordelen (beliefs)

Cognitieve dissonantie

Mensen filteren informatie op een asymmetrische manier. Men verneemt graag informatie die hun overtuiging bevestigd en legt graag de informatie naast zich neer die indruist tegen hun overtuiging (Prast, 2006). Mensen hebben de neiging om hun overtuiging aan te passen aan hun gedrag indien dit conflicteert (Prast, 2004). *Cognitieve dissonantie* treedt op als twee cognitieve elementen (zoals: opinie, informatie, overtuiging) met elkaar conflicteren (Prast, 2004). Naarmate er meer dissonante informatie komt, wordt het moeilijker deze dissonantie te negeren. Als het omslagpunt bereikt is, wordt de overtuiging bijgesteld. Als men bijvoorbeeld onderdeel uitmaakt van een groep, verlaat men op dat moment de groep (Prast, 2004). Cognitieve dissonantie kan leiden tot kuddegedrag en kan zorgen voor hypes en paniek (Prast, 2006).

Representativiteitsheuristiek (Representativity)

De *representativiteitsheuristiek* houdt in dat men een totaal oordeel denkt te kunnen vellen over een bepaald onderdeel terwijl dit niet het geval blijkt te zijn. Iedereen maakt min of meer gebruik van deze heuristiek in het dagelijks leven. Men wordt veelal op het uiterlijk beoordeeld. Binnen de financiële markt uit deze vuistregel zich bijvoorbeeld wanneer een bedrijf een goed imago heeft, beleggers vermoeden dat de kans op een goed rendement aannemelijk hoger is. Men heeft de neiging vergaande conclusies te trekken op basis van beperkte indicaties (Prast, 2006). De representativiteitsheuristiek heeft als functie dat het de wereld overzichtelijk maakt, de omgeving in kaart lijkt te brengen. Uit onderzoek is gebleken dat men het belang van herhaalde gebeurtenissen in een toevallige reeks overschat. Hier brengt men ordening aan waar die misschien niet aanwezig is. Deze variant van de representativiteitsheuristiek kan anomalieën op financiële markten mogelijk verklaren (Prast, 2003)

Beschikbaarheidsheuristiek (Availability)

Deze vuistregel heeft ermee te maken dat mensen de waarschijnlijkheid van een gebeurtenis beoordelen naar ervaringen uit het verleden (Prast, 2004). Beschikbaarheid kan hier gelezen worden als opgedane ervaringen en herinneringen. Als vergelijking schetst Debels (2006) dat mensen het risico op een hartaanval bij personen van middelbare leeftijd beoordelen door parallellen te trekken met opgedane ervaringen van familieleden, vrienden of kennissen die op die leeftijd getroffen zijn door een hartaanval.

Status quo bias

Status quo bias, ook wel *endowment effect* genoemd, is een uitvloeisel van de verliesaversie. Status quo bias houdt in dat men waarde hecht aan wat hem in de schoot is geworpen, niet alleen wat betreft de waarde maar ook wat betreft de aard of samenstelling ervan. Een verandering ten opzichte van de uitgangssituatie wordt ervaren als achteruitgang (Prast, 2003). Prast (2003) verwijst naar een gesimuleerd beleggingsexperiment, waarbij proefpersonen een zogenaamde erfenis moesten beleggen. Hier bleek dat personen met een erfenis in de vorm van een gegeven beleggingsportefeuille significant vaker kozen voor een vergelijkbare portefeuille dan de proefpersonen die een neutraal geldbedrag hebben ontvangen. Kahneman (2011) legt de status quo bias als volgt uit: “Mensen zijn schappelijker wanneer ze onderhandelen over een koek die groter wordt dan over een koek die kleiner wordt” (Kahneman, 2011, p. 232).

Conservatisme

Naast status quo bias is het *conservatisme* een uitvloeisel van de verliesaversie. Conservatisme wordt veelal gelieerd aan cognitieve dissonantie en de status quo bias. Conservatisme is het fenomeen dat men slechts geleidelijk haar overtuiging aanpast aan nieuwe informatie (Prast, 2004).

Spijtaversie (Regret aversion)

Naast status quo bias en het conservatisme is *spijtaversie* eveneens een uitvloeisel van verliesaversie. Prast (2003) geeft het volgende voorbeeld om het verschil met *verliesaversie* en het mechanisme te begrijpen. “Aan proefpersonen werd de keus voorgelegd welke situatie zij liever zouden willen meemaken. In situatie A sta je in een rij voor het theater en krijg je te horen dat je, omdat je de duizendste bezoeker bent, een bedrag van 100 dollar ontvangt. In situatie B sta je in een rij voor het theater en krijgt de persoon in de rij vlak voor jou duizend dollar omdat hij de miljoenste bezoeker is. Jij krijgt als troostprijs 150 dollar. Verreweg de meeste personen kiezen voor situatie A, hoewel ze bij B een groter bedrag krijgen. Maar in situatie B wordt het plezier over het ontvangen van 150 dollar overschaduwd door de spijt dat je niet iets eerder van huis bet gegaan” (Prast, 2003 p 17). Spijtaversie wordt naast *verliesaversie* gebruikt om te verklaren waarom verliezende aandelen te lang worden vastgehouden. Het vooruitzicht van de spijt als de koersen toch weer gaan stijgen (Prast, 2003).

Zelfoverschatting (Overconfidence)

Uit onderzoek blijkt dat een gemiddeld mens lijdt aan *zelfoverschatting* (Prast, 2003). Zelfoverschatting blijkt het grootst te zijn in beroepsgroepen die de schuld van fouten makkelijk op anderen kunnen afschuiven (Prast, 2003). Prast (2003) stelt dat het mogelijk is dat particulier ondernemerschap bestaat bij de gratie

van zelfoverschatting, immers wie zijn eigen kansen en kwaliteiten overschat durft meer, is gemotiveerder en presenteert zichzelf effectiever. Zelfoverschatting is een mogelijke verklaring voor het fenomeen van overmatig handelen op de financiële markten (Prast, 2004).

Bevooroordeelde zelf-attributie (Biased self attribution)

Tussen zelfoverschatting en *bevooroordeelde zelf-attributie* bestaat samenhang. De mens is geneigd de schuld van mislukkingen op een ander af te schuiven en succes toe te schrijven aan eigen prestatie en kwaliteiten (Prast, 2003).

Geloof volharding (Belief perseverance)

Geloof volharding is het fenomeen dat als men een bepaald idee over ietsheeft, men weinig geneigd is dat idee te veranderen, ook niet na nieuwe informatie (Debels, 2006).

Bevestigde vooringenomenheid (Confirmatory bias)

Het principe dat (neutrale) informatie gebruikt wordt om de eigen overtuiging bevestigd te zien. Hierdoor kunnen twee partijen, die over één onderwerp oorspronkelijk tegengestelde overtuigingen hadden, in de informatie beide een bevestiging vinden van hun overtuiging. Bij *bevestigde vooringenomenheid* toetst men de informatie op een zodanige onbewuste wijze dat deze haar verwachting bevestigd (Debels, 2006).

Optimistische bias

Het *optimisme bias* is volgens Kahneman (2011) misschien wel de belangrijkste *cognitieve bias*. De optimistische bias kan zowel een zegen als een vloek zijn. Volgens Kahneman spelen optimisten een onevenredige rol in beslissingen, deze zijn namelijk doorslaggevend. Optimistische bias doet vermoeden dat ervrijwillig zeer grote risico's worden aangegaan. Meestal onderschatten optimistische mensen de risico's en doen ze weinig moeite om de risico's te onderzoeken. Omdat ze de risico's niet goed kunnen inschatten, geloven optimistische ondernemers vaak dat ze voorzichtig zijn, ook als dit niet het geval is. Wanneer actie geboden is, is optimisme, zelfs een lichtelijk doorgeslagen optimisme, geen slechte eigenschap (Kahneman, 2011).

Familiariteitsheuristiek (Home Bias)

Familiariteitsheuristiek, ook wel home bias, genoemd is gebaseerd op de beschikbaarheidsheuristiek. De familiariteitsheuristiek gaat ervan uit dat men zich veiliger voelt in een vertrouwde omgeving, waar men ervan overtuigd is specifieke kennis te hebben. Dit is gebaseerd op de grote afkeer van onzekerheid, als bias ook wel uitgedrukt als *ambiguity aversion* (Kahneman, 2011). Binnen vastgoedbeleggers kan zich dit uiten wanneer zij enkel in één specifieke categorie en specifieke regio beleggen, bijvoorbeeld in zeer luxe winkels in het centrum van Amsterdam.

Rampbijziendheid (Disaster Myopia) en drempelheuristiek

Rampbijziendheid heeft betrekking op de wijze waarop men de kans op een gebeurtenis inschat. Men schat de kans hoger in naarmate men de gebeurtenis gemakkelijker voor de geest kan halen. Naarmate een gebeurtenis langer geleden is, kan men dit moeilijker voor de geest halen. Als de kans onder een drempelwaarde komt, verwaarlozen we de kans (Prast, 2006). Rampbijziendheid kan hypes en paniek op aandelenmarkt verklaren. De kans op een beurscrash wordt onderschat omdat deze nimmer is meegemaakt. Mogelijk komt dat doordat men overmoedig wordt, wat kan resulteren in een hype (Prast, 2004).

3.3. Behavioral Finance bij financiële markten en vastgoed

Prast (2003) stelt dat de financiële markten, specifiek de aandelen en obligatiemarkt, aan weinig starheden onderhevig zijn en dat ze het ideaal van een efficiënte markt nog het meest benaderen. Mede daarom springen volgens Prast op deze markten de anomalieën, die niet lijken te passen binnen de rationele verwachtingentheorie, in het oog. Tabel 3.3.1 geeft een overzicht van belangrijke en onderzochte anomalieën op de financiële markten.

Anomalie	Kenmerk
Aandelenkoersen vertonen op korte termijn een onderreactie, op de lange termijn een overreactie op nieuws	Na een enkel nieuwsfeit blijft de koers meerdere perioden in dezelfde richting reageren. Na een reeks nieuwsfeiten wordt de initiële reactie van de koers in de perioden daarna deel geneutraliseerd.
Overmatig handelen	Gemiddelde belegger handelt meer dan optimaal zou zijn. De provisiekosten van het teveel aan transacties zijn hoger dan het extra rendement.
Kuddegedrag, hypes en paniek	Beleggers imiteren elkaar; te sterke positieve reactie op goed nieuws, uiteindelijk gevolgd door een plotselinge negatieve overreactie op slecht nieuws.
Aandelenpremiepuzzel	Verschil tussen aandelen- en obligatierendement is systematisch hoger dan rationeel zou zijn.
Asymmetrie in aan- en verkoop aandelen	Belegger houdt verliezende aandelen te lang vast en verkoopt winnende aandelen te snel.
Zeepbellen op vastgoedmarkt	Prijs van vastgoed stijgt en daalt meer dan rationeel is gezien de fundamentele factoren.

Tabel 3.3.1.: Anomalieën op financiële markten (Bron: Prast, 2003 & eigen bewerking)

Internationaal is redelijk veel, op statistische wijze tot stand gekomen, literatuur te vinden over de invloed van Behavioral Finance op vastgoed, in de brede zin van het woord. Ganesove en Mayer (2001) onderzochten verkoopgedrag van huiseigenaren in Boston in een periode nadat de huizenprijzen sterk waren gedaald. De populatie betrof zowel professionele beleggers als eigenaar-bewoners. Dit onderzoek toonde aan dat op basis van econometrische analyses de koopsom als referentiepunt werd gebruikt en dat verkopers erg terughoudend waren om hun huis onder de waarde te verkopen, mede door de restschuld. Genesove en Mayer (1994) toonden eerder aan dat huizenbezitters met een hogere schuld een hogere vraagprijs hanteren. Ofschoon het langer duurde voordat de woning verkocht werd, realiseerden deze verkopers wel een hogere prijs. Dit fenomeen is verklaarbaar als verliesaversie. Naast de verliesaversie werd eveneens het vertragende effect ten aanzien van gewijzigde marktomstandigheden genoemd, wat een vorm van verankering is.

Seiler & Seiler (2010) toonden aan dat afgeslagen biedingen referentiepunten veroorzaakten, wat leidde tot verankering en aanpassing. Seiler, Seiler & Lane (2012) toonden aan dat vastgoedbeleggers, nadat ze confrontatie hadden opgedaan met verlies, zij eventuele spijt wilden vermijden door het verlies met onjuiste informatie te verwerken. Dit had op korte termijn een positief effect voor de belegger, maar mogelijk op lange termijn een negatief effect, omdat verliesgevende beleggingen eventueel te lang zouden worden aangehouden met als resultaat dat het verlies, en dus ook de spijt, enkel zou vergroten. De concepten die Seiler et al (2012) aantoonden waren verliesaversie, mentaal boekhouden, framing en drempelheuristiek.

Over de invloed van Behavioral Finance op Nederlands vastgoed is niet veel literatuur te vinden, echter zijn er wel drie noemenswaardige scripties met deze twee aspecten. Westerink (2001) onderzocht de irrationele aspecten bij besluitvorming van beleggers ten aanzien van leegstaande kantoren. Hij enquêteerde 31 marktpartijen en concludeerde dat beleggers zich bij hun besluitvorming laten beïnvloeden door irrationele motieven en deze motieven een belemmerend effect hebben op de structurele aanpak van de kantorenleegstand.

Van Nifterik (2014) schreef zijn scriptie over de invloeden van Behavioral Finance bij complexgewijze verkoop van corporatiewoningen. Hij concludeerde na een enquête en expertinterviews dat commerciële partijen zich laten beïnvloeden door de psychologische concepten verankerring en expliciteringbias, bij het bepalen van de beleggingswaarde van een complex met corporatiewoningen.

Schols (2013) trachtte voor het afronden van haar masterstudie de rationaliteit bij particuliere vastgoedbeleggers in Nederland in relatie tot institutionele vastgoedbeleggers vast te stellen door middel van een enquête en interviews. Zij concludeerde echter dat dé particuliere belegger niet bestaat, omdat deze populatie te divers is. Het onderzoek van Schols focust zich namelijk op alle particuliere vastgoedbeleggers in Nederland, van zeer klein tot zeer groot. Zij stelt in haar reflectie dat deze heterogene groep mogelijk te divers is om algemene uitspraken over te doen. Zij kwam daarnaast tot de algemene conclusie dat particuliere vastgoedbeleggers zich over het algemeen door een bepaalde mate van emotie laten leiden. Echter zij stelt zich na het voltooien van haar onderzoek de vraag of het gedrag van de onderzochte beleggers überhaupt wel te meten is met kwantitatieve data.

Tabel 3.3.2. geeft de behandelde begrippen en de effecten op gedrag en financiële markten weer.

Psychologische concept	Fenomeen	Voorbeeld effect op gedrag
Verliesaversie, spijtaversie mentaal boekhouden en framing	Verliezen wegen zwaarder dan winsten. Financiële beslissingen worden beschouwd als afzonderlijke mental accounts.	Asymmetrisch gedrag ten aanzien van winners en losers. Dispositie-effect, slecht gebalanceerde portefeuilles.
Verankering & aanpassing	Teveel vertrouwen op referenties uit het verleden resp. teveel vertrouwen in adviezen van derden	Verkeerde taxaties en inschattingen
Cognitieve dissonantie	Verstoorde informatieverwerking	Hypes en paniekreacties, kuddegedrag
Representativiteitsheuristiek	Individu ziet patronen in 'random events'	Lange-termijn overreactie van aandelenkoersen
Beschikbaarheidsheuristiek, rampbijziendheid en drempelheuristiek	Recente ervaringen beïnvloeden subjectieve beoordeling	Hypes en paniekreacties Vastgoedbubbels
Status quo bias, conservatisme	Langzaam leren	Korte-termijn onderreactie aandelenkoersen
Zelfoverschatting, geloof volharding en bevestigde vooringenomenheid	Overschatten van eigen kunnen. Asymmetrische toekenning van succes en falen aan eigen capaciteiten. Ongevoelig voor informatie	Excessive trading Overdreven reacties op nieuws: Hypes en paniekreacties, kuddegedrag
Bevooroordeelde zelf-attributie	Asymetrische verdeling van succes en mislukkingen van eigen capaciteit	Overmatig handelen
Optimistische bias	Irrationele verwachtingen	Te weinig diversificatie Onderschatten van risico's
Familiariteitsheuristiek	Afkeer van onzekerheid	Te weinig diversificatie

Tabel 3.3.2.: Overzicht psychologische concepten (Bron: Prast, 2004; Debels 2006 & eigen bewerking)

3.4. Behavioral Finance in dit onderzoek

In dit onderzoek staat de vraag centraal in hoeverre psychologische concepten uit de Behavioral Finance ten grondslag liggen aan de strategie van de te onderzoeken groep. In dit hoofdstuk zijn verschillende psychologische concepten behandeld. Gezien de reikwijdte van dit onderzoek heeft de onderzoeker in samenspraak met zijn begeleider er voor gekozen om het aantal concepten voor de data-analyse af te bakenen. Onderstaande concepten zijn geselecteerd en worden toegelicht binnen het domein van dit onderzoek.

Verliesaversie

Binnen de psychologie is lang bekend dat ons brein onbewust gericht is op het voorkomen van verlies en pijn (Kahneman, 2011). Deze kennis ligt ook ten grondslag aan een van de belangrijkste conclusies van Kahneman's vooruitzichttheorie, de verliesaversie. Verliesaversie kan leiden tot asymmetrisch gedrag en het *dispositie-effect*. Het dispositie-effect is het dubbele fenomeen dat men geneigd is een kleine winst te snel te nemen en verlies te lang vast te houden, wat kan leiden tot een groter verlies (Debels, 2006). Debels (2006) geeft aan dat dit tot een foute redenering kan leiden dat "men niets verliest zolang men niet verkoopt". Binnen de te onderzoeken groep wordt om dit psychologische concept waar te nemen gevraagd of men het lastig vindt om boekverlies te nemen en waarom.

Mentaal boekhouden

Mentaal boekhouden wordt in deze scriptie gepositioneerd in lijn met Prast (2004) waarin beoordelingen niet integraal worden behandeld, maar enkel per deel of segment. Mentaal boekhouden kan leiden tot slecht gebalanceerde beleggingsportefeuilles (Prast, 2004). Binnen de te onderzoeken groep wordt om dit concept waar te nemen gevraagd op welke wijze de respondent haar portefeuille analyseert. Het concept mentale boekhouding kan eveneens waargenomen worden doordat respondenten bijvoorbeeld aangeven dat men de risico's van relatief risico hoge beleggingen trachtten af te dekken met relatief risico lage beleggingen of visa versa Prast, 2004).

Verankering en aanpassing

Men heeft de neiging om bij beslissingen te veel te vertrouwen op referenties uit het verleden (verankering) en dat leidt er toe dat dat beleggers zich te veel vasthouden aan historische waarden (aanpassing) en zich traag aanpassen (Debels, 2006). Binnen de te onderzoeken groep wordt om dit concept waar te nemen gevraagd op welke wijze de strategie tot stand komt, door welke overwegingen en wat de laatste rigoureuze strategiewijziging was.

Representativiteitsheuristiek

Debels (2006 p 208) legt deze heuristiek als volgt uit: “Bij het beoordelen van de kans dat object A tot klasse B behoort zullen mensen deze probabiliteit beoordelen door te kijken in welke mate A op B gelijkt”. Men tracht een totaal oordeel te kunnen vellen met beperkte informatie. Representativiteitsheuristiek kan leiden tot onder- en overreactie van prijzen. Binnen de te onderzoeken groep wordt om dit concept waar te nemen gevraagd welke rol marktonderzoek speelt bij het vaststellen of heroverwegen van de strategie. Verwacht wordt dat de respondenten zich voornamelijk baseren op eigen waarnemingen.

Zelfoverschatting

Dit concept is algemeen bekend, omdat een gemiddeld mens lijdt aan zelfoverschatting (Prast, 2003). Zelfoverschatting kan bijvoorbeeld leiden tot het negeren van negatieve informatie, waardoor er verkeerde beslissingen genomen kunnen worden, of doorat er overmatig veel gehandeld wordt of dat er te weinig spreiding is binnen de portefeuille (Prast, 2004). Binnen de te onderzoeken groep wordt om dit concept waar te nemen verwacht dat men bij het toelichten van de diverse interviewvragen hier inzicht op geeft. Bijvoorbeeld bij vraagstelling naar marktonderzoek, zou het goed mogelijk zijn dat respondenten aangeven dat men de markt als geen ander kennen en dat uit de toelichting is op te maken dat zij zichzelf overschatten.

Familiariteitsheuristiek

Dit concept is gebaseerd op de grote afkeer van onzekerheid. De familiariteitsheuristiek gaat ervan uit dat men zich veiliger voelt in een vertrouwde omgeving. De familiariteitsheuristiek kan leiden tot een te beperkte diversificatie in de portefeuille (Prast, 2004). Binnen de te onderzoeken groep wordt om dit concept waar te nemen gevraagd waarom men in de specifiek opgegeven segmenten en geografische regio belegt. Verwacht wordt dat de respondenten aangeven dat zij zich vertrouwd voelen met de markt waarin zij actief zijn. Daarnaast wordt verwacht dat de respondenten mogelijk aangeven dat zij geneigd zijn om hier meer risico’s te nemen in een vertrouwde omgeving.

3.5. Samenvatting

Uit de literatuur blijkt dat binnen de financiële markten, zo ook binnen de vastgoedmarkt, terugkerende beoordelingsfouten en anomalieën aan de orde van de dag zijn. Deze beoordelingsfouten en anomalieën kunnen onder andere verklaard worden door Behavioral Finance. Behavioral Finance moet niet als resultaat hebben om de inzichten van de rationele verwachtingen aan de kant te zetten, maar als extra dimensie naast de gevestigde theorieën (Prast, 2003). Tabel 3.5.1. geeft beknopt het onderscheid tussen de Moderne Financiële Theorie (MFT) en Behavioral Finance (BF) weer.

	MFT	BF
1	Eén type belegger die altijd rationeel is	Naast de rationele belegger, bestaat ook de minder rationele of behavioral belegger
2	De belegger neemt op basis van (nieuwe) informatie correcte beslissingen	De belegger neemt foute beslissingen op basis van (nieuwe) informatie of neemt beslissingen op basis van noise (=non-informatie) beslissingen die (meestal) verkeerd zijn
3	Aan de beslissing gaat een optimaal beslissingsproces vooraf	De belegger gebruikt heuristieken en maakt op die manier voorspelbare fouten
4	De portefeuille wordt globaal bekeken.	De belegger splitst de portefeuilleproblematiek op in verschillende deelproblemen
5	Het principe van de fungibiliteit van geld wordt gerespecteerd	Het principe van de fungibiliteit van het geld wordt niet gerespecteerd (= niet-fungibiliteit)
6	Een kwadratische nutsfunctie typeert de belegger het beste	De belegger heeft een S-vormige nutsfunctie (de waarde functie)
7	De belegger maximaliseert verwacht rendement sub gegeven verwacht (niet diversifieerbaar) risico of minimaliseert verwacht (niet diversifieerbaar) risico sub gegeven verwacht rendement	Andere criteria spelen ook mee. De belegger is soms irrationeel: hij verkiest minder (rendement) boven meer.
8	MFT werkt met geaggregeerde gegevens. Rationele beleggers bepalen immers de prijzen.	BF werkt met gegevens op individueel niveau. Fouten van minder rationele beleggers worden niet of onvoldoende weggewerkt op geaggregeerd niveau.
9	De MFT is normatief	BF is descriptief
10	Misperceptie is niet mogelijk of wordt in elk geval niet opgenomen in het model aangezien fouten op geaggregeerd niveau verdwijnen	Misperceptie van minder rationele beleggers gaat in dezelfde richting en moet dus wel in het model opgenomen worden

Figuur 3.5.1: Moderne portefeuilletheorie versus Behavioral Finance (Bron: Debels, 2006 p. 64 & eigen bewerking)

4. Strategie

In dit hoofdstuk wordt de derde en laatste discipline van het theoretisch kader behandeld. Hierbij wordt antwoord gegeven op de vijfde deelvraag, waarbij eerst wordt geschetst hoe strategie in de literatuur wordt gepositioneerd.

4.1. Wat is strategie?

Strategie is een veelgebruikt begrip in verschillende contexten. Strategie wordt veelal gekoppeld aan businessmodellen en succesvolle ondernemingen (Veldman, 2015). Immers een goede strategie heeft als doel om succesvol te zijn.

Het begrip strategie is van origine afkomstig uit het oude Griekenland en betekent letterlijk 'generaalschap' (Veldman, 2015). Deze betekenis verwijst naar het zo goed mogelijk positioneren van de troepen van het leger ten opzichte van de vijand. In de 20e eeuw, door de opkomst van de vele business schools, kwam strategie centraal te staan binnen het management. Hierbij lag de focus op onderscheiding ten opzichte van de concurrentie. Eind jaren vijftig stelde Andrews in zijn uitgekomen boek *The concept of Strategy* dat elke organisatie, ieder onderdeel van de organisatie, en zelfs elk individu duidelijk gedefinieerde doelen moet hebben om ervoor te zorgen dat de onderneming binnen een duidelijk gekozen koers blijft functioneren. Levitt (1960) betoogde dat er te veel focus lag op onderscheidenheid en dat het niet succesvol zijn vaak veroorzaakt werd door het gebrek om producten en diensten aan te passen aan de veranderende omgeving. Ansoff (1966) bekritiseerde dit en stelde dat eerst de vraag beantwoord moet worden wat de overeenkomsten zijn met bestaande producten. De onderneming moest een sterkte, zwakte, kansen en bedreigingen- analyse (SWOT-analyse) maken en daarna haar groeistrategie bepalen (Veldman, 2015).

De vraag naar strategieontwikkeling leidde ertoe dat er veel strategieconsultants actief werden. Een van de oprichters van de Boston Consulting Group (BCG), Bruce Henderson, stelt: "Goede strategie moet primair gebaseerd zijn op logica, niet op ervaringen voortvloeiend uit intuïtie" (Veldman, 2015, p. 46).

In 1980 stelde Porter dat een onderneming succesvol is door onderscheidend te zijn ten opzichte van de concurrenten. Dit onderstreepte Porter (1996) met de bewering dat concurrentiestrategie gaat over "anders willen zijn" en "dat het een weloverwogen keuze is om een geheel van activiteiten anders te doen en dat daarmee een unieke mix van waarde te verkrijgen valt" (Veldman, 2015, p. 50). Volgens Porter (1996) behoren de volgende elementen tot strategie:

- een unieke waardepropositie neerzetten ten opzichte van concurrenten;
- duidelijke keuzes maken in wat wel en niet te doen;
- activiteiten ontwikkelen die bij elkaar aansluiten en elkaar versterken;
- continuïteit geven aan keuze in positionering.

Aspiraties, visie, leren, innovatie, fusies en allianties, outsourcing en marktaandeel behoren in Porter's visie niet tot strategie (Veldman, 2015 p. 51).

In navolging van Porter betogen Treacy en Wierseman (2001) dat er een duidelijke focus gekozen moet worden in de strategie. Volgens Veldman (2015, p. 54) heeft strategie betrekking op een complex web van gedachten, ideeën, inzichten, ervaringen, doelen kennis, percepties en verwachtingen die richting geven aan acties en het nastreven van doelen. Samengevat stelt Veldman (2015) dat strategie gaat over de duidelijke ingenomen positie van de onderneming met de verwijzing naar de bedrijfstak en concurrentiepositie.

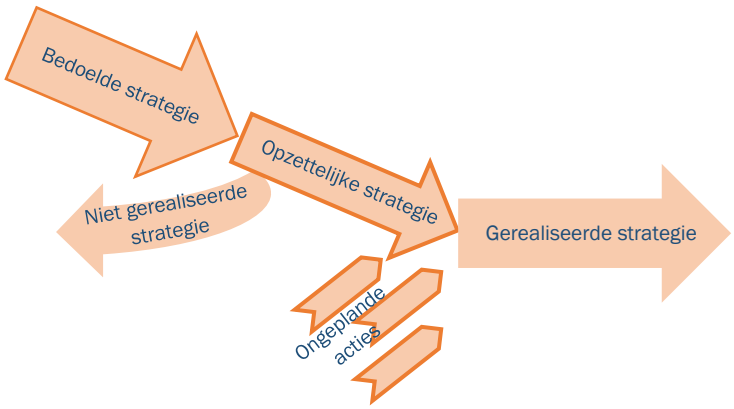
Een algemeen aanvaarde definitie van strategie komt van Johnson en Scholes (2002) en luidt als volgt: "Strategie is de richting en afbakening van de activiteiten van een organisatie op de lange termijn, hetgeen de organisatie concurrentievoordeel oplevert door de strategische inzet van middelen, om in een veranderende omgeving tegemoet te komen aan de behoeften van de markten en verwachtingen van belanghebbenden" (Veldman 2015 p. 56).

Mintzberg, Ahlstrand en Lampel (2009) definieert strategie als: “de plannen van het topmanagement die moeten leiden tot resultaten die passen bij de missie en doelen van de organisatie”. De ervaringen van Mintzberg et al zijn dat strategie en strategievorming zeer complex zijn. Om zijn ervaringen te verduidelijken vergelijkt Mintzberg et al strategie met een groot beest, wat niemand volledig kan en zal zien. Iedereen grijpt een stuk van het beest en probeert met dit stuk van het beest het gehele beest en het gedrag te verklaren. Dat is de wijze hoe volgens Mintzberg et al wordt omgegaan met strategie en hoe strategie tot stand komt.

4.2. Strategieproces

Mintzberg et al (2009) onderscheidt strategie als vijf P’s: plan, patroon, positie, perspectief en plot. De strategie als plan onderstreept de koers, de te bereiken doelen en te volgen wegen of bedoelde strategie. De strategie als patroon betreftde stroom van de genomen beslissingen. De strategie als positie betreft de markt en is extern gerecht. De strategie als perspectief betreft de wijze van denken en doen en aansturing van de organisatie en is intern gericht. De strategie als plot benadrukt de keuzes en manoeuvres ten opzichte van concurrenten en is extern gericht.

Schematisch geeft Mintzberg et al (2009) de strategie weer vanuit het plan, de bedoelde en opzettelijke strategie. De gerealiseerde strategie is de bedoelde strategie aangepast met de niet gerealiseerde strategie en aangevuld met de ongeplande acties (Veldman, 2015). Zie figuur 4.2.1.

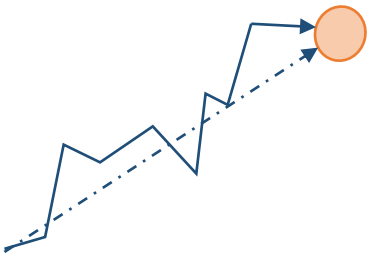


Figuur 4.2.1.: De totstandkoming van strategie (Bron: Mintzberg et al, 2009 & eigen bewerking)

Volgens Mintzberg et al (2009) kunnen twee uitvoerende strategieën worden onderscheiden: de opzettelijke strategie en de ongeplande acties. Bij de opzettelijke strategie moet volgens Mintzberg et al (2009) aan drie voorwaarden worden voldaan:

1) De exacte gedetailleerde *doelen* moeten aanwezig zijn;
2) Deze doelen *moeten bekend zijn* en *gedeeld worden* door de gehele organisatie;
3) De bedoelingen moeten zijn gerealiseerd zonder beïnvloeding van de externe omgeving.

Iedere organisatie heeft een strategie of enig plan. Echter perfecte overeenkomende bedoelde, opzettelijke strategie en gerealiseerde strategie kan niet aan de orde zijn omdat er eveneens sprake is van onbedoelde acties, waarbij de strategie of het plan ontbreekt. Mintzberg et al (2009) stelt dat de richting waarin de onderneming op basis van voorgenomen strategie koerst, wordt bepaald door variabelen, zoals kansen en bedreigingen. Dit betekent dat de bedoelde koers/strategie wordt bepaald door de niet gerealiseerde strategie en ongeplande acties. Mede hierdoor vertoont de gerealiseerde koers/strategie golfbewegingen, *crafting* genoemd. Zie figuur 4.2.2.


Figuur 4.2.2.: De bedoelde strategie vs de gerealiseerde strategie op basis van crafting (Bron: Veldman, 2015 & eigen bewerking)

4.3. Strategisch management

Veldman (2015) noemt de uitwerking van strategie strategisch management. Strategisch management wordt volgens Veldman (2015) gekenmerkt door: (1) het streven naar integratie, (2) de consistentie en

verbondenheid in de invulling van het businessmodel, en op basis van het businessmodel, het (3) nader uitwerken van een strategie.

Strategisch management is een continu proces van het management van een organisatie. “Bij strategisch management is de aandacht voortdurend gericht op het behouden of het versterken van het concurrentievoordeel van de onderneming” (Veldman, 2015). Succesvolle ondernemingen zijn in staat om hun strategie volledig door te laten werken in de organisatiestructuur. Chandler (1962) constateerde in zijn onderzoek dat de structuur van een onderneming aangepast wordt indien de strategie van de onderneming verandert. Volgens Mintzberg et al (2009) is dit een samenspel, dat hij als volgt omschrijft: “De structuur volgt de strategie, zoals de linkervoet de rechter, maar bij de volgende stap is het andersom”.

Het vormen van een strategie en deze uitvoeren is volgens Veldman (2015) niet gemakkelijk. De wezenlijke eis van een goede strategie is dat deze eenvoudig overdraagbaar is. Een te ingewikkelde strategie kan namelijk leiden tot hetzelfde resultaat als bij een situatie waarin geen strategie is of waar geen strategie wordt uitgevoerd(Veldman 2015). Verder mist een strategie die niet geïmplementeerd, gemanaged en erkent wordt in een organisatie, haar doel.

4.4. Elementen van een goede strategie

In 2008 schreven Collis & Rukstad het artikel *Can you Say What Your Strategy is?*. In dit artikel noemen Collis & Rukstad dat hun ervaringen zijn dat bestuurders van vele succesvolle bedrijven zeer moeilijk beknopt kunnen aangeven wat hun strategie is. Ze weten naar hun mening niet wat de elementen van een goede strategieverklaring zijn.

Collis & Rukstad (2008) vergelijken in dit artikel strategie met een magneet. “Een magneet kan 10.000 ijzervezels die op papier liggen ineens allemaal in dezelfde richting wijzen. Deze werking moet strategie hebben voor alle medewerkers in een onderneming”. Deze vergelijking maakt duidelijk dat de strategie als doel heeft om de koers van de gehele organisatie te bepalen.

Collis & Rukstad (2008) identificeren drie kritische componenten van een goede strategieverklaring: (1) het doel, (2) de scope en (3) het onderscheidend vermogen. Voor een goede strategie moeten bestuurders hier volgens Collis & Rukstad heel helder over zijn. Verder moet iedere strategieverklaring beginnen met wat men uiteindelijk met de beoogde strategie wil bereiken. Hierbij geldt volgens Collis & Rukstad de stelregel: “Als je niet weet waar je naartoe gaat, zal elke weg je er brengen”. De meeste ondernemingen acteren in een onbegrensd landschap en daarom is het cruciaal om de scope van de onderneming, of het domein waar de onderneming in acteert, te bepalen. Deze twee aspecten van strategie zijn volgens Collis & Rukstad onvoldoende omdat het cruciaal is om het onderscheidend vermogen van de onderneming te vermelden. Hierbij sluiten Collis & Rukstad aan bij de concurrentiestrategie van Porter.

Het definiëren van het doel, de scope en het onderscheidend vermogen vereisen volgens Collins & Rukstad (2008) zogenoemde *trade-offs*. Een voorbeeld van een trade-off is indien een onderneming kiest voor expansie, moet het accepteren dat de winstgevendheid onder druk komt te staan. Degelijke trade-offs onderscheidt een strategische onderneming van haar soortgelijken (Collins & Rukstad, 2008).

1) Het definiëren van het doel

Volgens Collis & Rukstad (2008) hebben ondernemingen de neiging om hun strategische doelstelling te verwarren met waarden of missie. Als voorbeeld geven zij aan dat het strategisch doel niet winstgevende groei kan zijn, immers wat is nu het doel, de winstgevendheid of de groei? De strategische doelen moeten helder zijn, en daarmee specifiek, meetbaar en tijdgebonden. De keuze voor en wijziging naar een strategisch doel heeft volgens Collis & Rukstad een zeer grote impact omdat dit een wijziging van structuur vergt.

2) Het definiëren van de scope

De scope hebben volgens Collis & Rukstad (2008) drie dimensies: (1) klant of aanbod, (2) geografische locatie en (3) verticale integratie. Deze drie dimensies variëren voor iedere onderneming in relevantie. Het is

belangrijk om de grenzen van deze dimensies vast te stellen, zodat de focus voor iedere medewerker duidelijk is.

3) Het definiëren van onderscheidend vermogen

Het onderscheidend vermogen of het concurrentievoordeel wordt volgens Collis & Rukstad (2008) gezien als het belangrijkste onderdeel van de strategie. Het onderscheidend vermogen heeft twee componenten: (1) een externe en (2) een interne component. Het externe component is gericht op de klant, waarbij het de vraag is waarom de beoogde klant een product of dienst verkiest boven alle anderen (de klantwaardepropositie). Het interne component is erop gericht om de vraag hoe de interne activiteiten moeten worden ingericht, zodat de onderneming deze klantwaardepropositie creëert. Het onderscheidend vermogen van de onderneming zorgt ervoor dat medewerkers begrijpen hoe ze kunnen bijdragen aan de succesvolle implementatie van de strategie.

4.5. Strategie bepalen

De eerste stap om een goede strategieverklaring te maken is het zorgvuldig analyseren van het landschap waar men in acteert (Collis & Rukstad, 2008). Deze analyse geeft inzicht in de behoeften en de type klanten. Vervolgens dient geïdentificeerd te worden wat de unieke manieren zijn om de klant op succesvolle wijze te bedienen. Hierbij is het goed om de strategieën van concurrenten te onderzoeken en een mogelijke verandering hiervan te voorspellen. Het proces van strategievorming dient volgens Collis & Rukstad een strenge, objectieve beoordeling van de capaciteiten en middelen van de onderneming en haar concurrenten te zijn en dus geen simpele uitwerking van de identiteit en de kerncompetenties van de onderneming. De uitdaging volgens Collis & Rukstad is om in de strategie de zogenoemde *sweet spot* tot uiting te laten komen. De sweet spot geeft de klantwaardeproposities van de onderneming weer ten opzichte van haar concurrenten.

De strategie dient volgens Collis & Rukstad voor alle medewerkers duidelijk te zijn en op een eenvoudige wijze te worden overgedragen. De formulering van de strategieverklaring moet dan ook worden uitgewerkt tot in de kleinste details. Volgens Collis & Rukstad vallen in verhitte discussies pas de juiste woorden voor een goede strategieverklaring

Het eindresultaat omvat volgens Collis & Rukstad (2008) een beknopte strategieverklaring, waarin de drie elementen van een effectieve strategie worden weergegeven. De strategieverklaring behoort iedere medewerker aan te spreken, gericht te zijn op het succes van de onderneming en aan te zetten tot actie.

4.6. Strategie en vastgoed

In het verband van vastgoedbelegging wordt strategie voornamelijk gerelateerd aan de portefeuillestrategie, wat verschilt van de strategie van de managementorganisatie. De portefeuillestrategie gaat over de strategie van de beleggingsportefeuille. De strategie van de managementorganisatie gaat daarentegen over de wijze van aansturing van de beleggingsportefeuille. De strategie binnen vastgoedorganisaties wordt veelvuldig vormgegeven in een beleid, waarbij veelal onderscheid wordt gemaakt tussen strategisch, tactisch en operationeel beleid. Het strategisch beleid richt zich op de lange termijn en vormt het kader voor deelbeslissingen op de korte termijn (Van Gool, 2015).

Amlal (2012) deed een verkennend onderzoek naar de integrale corporate strategieën voor een succesvolle (institutionele) vastgoedorganisatie. Amlal (2012) stelt: “dat organisaties enkel succesvol zijn door grip te krijgen op de omgeving en een *alignement* te realiseren van de interne en externe organisatie”. Strategie is volgens hem het middel om grip te krijgen. In zijn scriptie presenteert Amlal een grof strategiemodel. Het doel van dit model is om met de inzet van strategie, de kans op succes te vergroten. Succes beschouwd Amlal als het inspelen op de externe omgeving en op het onderscheidend vermogen van de organisatie. Amlal (2012) vat de werking van zijn model als volgt samen: “Door de koppeling van de strategische oriëntaties en dimensies van organiseren wordt een integrale benadering van strategie en het proces van strategieontwikkeling en –uitvoering voor succesvolle vastgoedbeleggers bereikt. De dimensies zijn gericht

op het transformatieproces ingegeven door de omgeving en het laten 'leven' van de strategie". Met het model wordt volgens Amlal de vastgoedbelegger gedwongen tot het maken van keuzes en daardoor tot het maken van trade-offs. Door het maken van deze keuzes kan de organisatie de strategie en het daaruit voortvloeiend businessmodel verder invullen. De beoogde resultante is volgens Amlal het succesvol organiseren.

Gezien de dynamische omgeving waarin vastgoedbeleggers zich bevinden, constateerde Amlal (2012) dat de onderzochte organisaties hun strategie periodiek heroriënteren. Echter deze heroriëntatie is volgens hem niet voldoende. Op basis van de heroriëntatie van de strategie, dient de organisatie zich namelijk te transformeren. Dit betekent dat een organisatiestructuur wordt gecreëerd om de strategie te implementeren. Amal stelt dat de resultante daarvan is om succesvol te zijn. De onderliggende veronderstelling hierbij is, zoals Chandler (1962) concludeert, dat structuur de strategie volgt. Als de structuur van de organisatie niet verandert, maar wel een nieuwe strategie wordt aangehangen, zal de strategie mislukken. De strategie en organisatie zijn dus onlosmakelijk met elkaar verbonden en beïnvloeden elkaar. Als de een wijzigt, behoort de ander ook te wijzigen. Volgens Amlal ondersteunt strategie de structuur en dient de structuur de strategie te volgen.

4.7. Samenvatting

Een goede strategie behoort bij te dragen aan het succes van de onderneming. Veldman (2015) stelt dat eenieder zich kan blijven afvragen wat de heilige graal is tot succes, immers er is geen eenduidig ingrediënt dat het succes van een bedrijf bepaald. Aan een perfecte strategie kan gezien de voorwaarden niet volledig voldaan worden.

Het vormen van een goede strategie en het definiëren van goede strategieverklaring wordt als een lastige opgave gezien, mede door de dynamische omgeving. Strategie gaat over het doel van primaire activiteiten van de onderneming en niet over secundaire activiteiten (zoals dividenduitkeringen). Strategie gaat over onderscheidend vermogen en gaat gepaard met het maken van duidelijke keuzes, wat mogelijk het maken van *trade-offs* als gevolg heeft. Door maken van keuzes en *trade-offs* kan men zich onderscheiden. Strategie gaat niet enkel over het maken van keuzes door het management, maar dat de strategie bekend is en gedragen wordt door de gehele organisatie. De implementatie van strategie is een vereiste.

Een goede strategieverklaring omvat volgens Collins en Rukstad (2011) (1) een helder doel, (2) vastgestelde scope en (3) benoeming van het onderscheidend vermogen. De strategieverklaring moet pakkend en gemakkelijk overdraagbaar zijn.

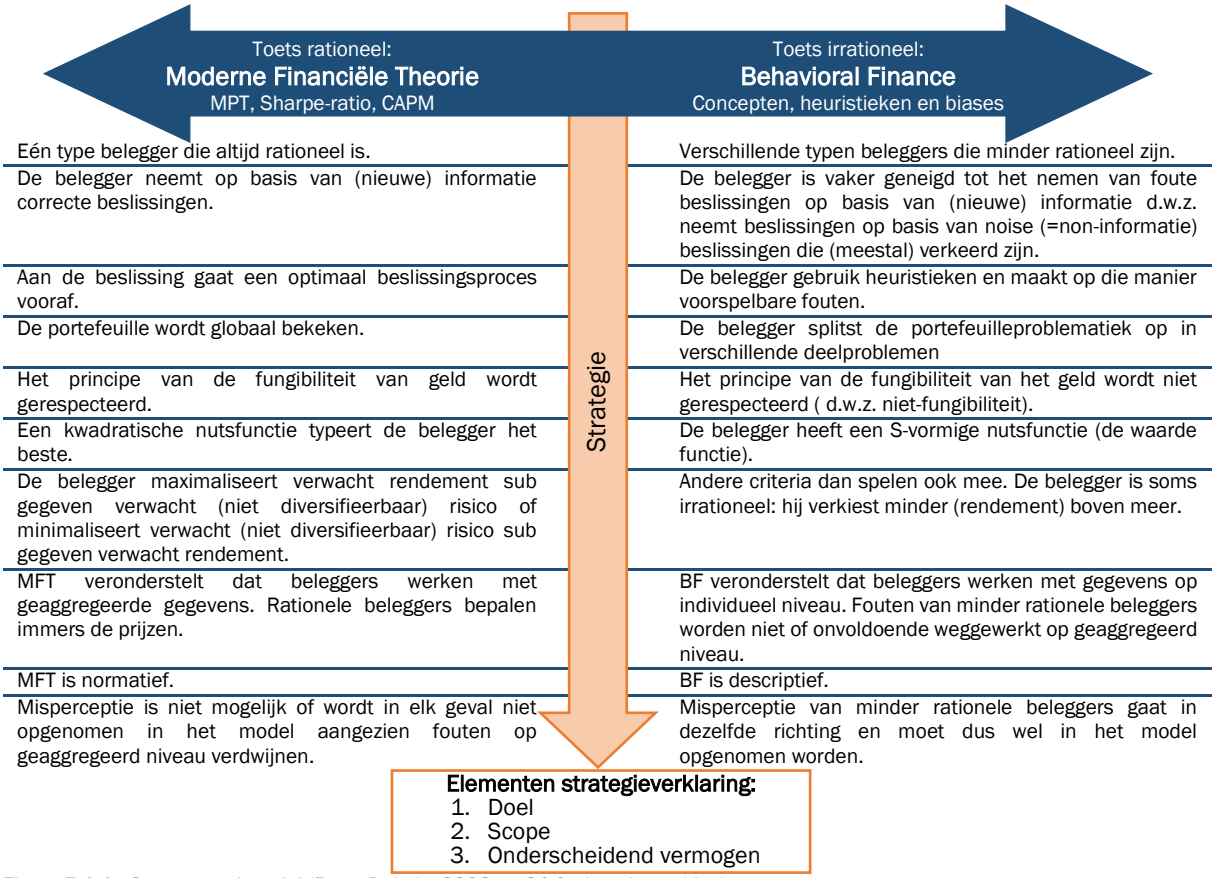
Strategie wordt in dit onderzoek, in lijn met Amlal (2012), gedefinieerd als het doel en scope van de activiteiten van een organisatie op de lange termijn, om een voorsprong te creëren ten opzichte van haar concurrenten, met als doel om alle belanghebbenden (waaronder de klanten) beter te voorzien in de behoeften. Op basis van de in dit hoofdstuk omschreven elementen, ga ik specifiek vragen naar de strategieverklaring van de respondenten, hoe zij hun strategie kenbaar maken en of er wordt afgeweken van de bedoelde strategie.

5. Methoden en technieken

In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de wijze waarop het onderzoek is vormgegeven en is uitgevoerd. Allereerst wordt het conceptueel model behandeld. Vervolgens wordt nader ingegaan op de methoden van onder andere dataverzameling en analyse.

5.1. Conceptueel model

Onderstaand model is een schematische weergave van het conceptuele kader van het onderzoek. Vanuit de invalshoek van de strategie wordt in dit onderzoek nagegaan in hoeverre de strategie van de respondenten elementen uit de Moderne Financiële Theorie en concepten uit de Behavioral Finance bevat.



Figuur 5.1.1.: Conceptueel model (Bron: Debels, 2006, p. 64 & eigen bewerking)

5.2. Type onderzoek

Het onderzoek heeft een explorerend karakter en is te typeren als een *kwalitatief verkennend onderzoek met toetsende elementen*, omdat ik mij met dit onderzoek in een relatief nieuw vakgebied begeef waar nog weinig over bekend is binnen het vastgoed. Volgens Boeije (2014) heeft kwalitatief onderzoek tot doel om de betekenissen en gedragen van mensen te beschrijven en zo goed mogelijk te begrijpen en of te verklaren. Volgens Boeije (2014) is kwalitatief onderzoek “een aangewezen methode al een veld van onderzoek dient te worden verkend ofwel geëxploreerd”. Het onderzoek betreft een *kwalitatief verkennend onderzoek*, omdat op verkennende wijze door middel van interviews elementen uit de Moderne Financiële Theorie en concepten uit de Behavioral Finance met behulp van de theoretische pijler strategie gekoppeld worden aan de te onderzoeken groep (Baarda, 2014; Baarda, 2013; Boeije, 2014). Het onderzoek heeft *toetsende elementen* omdat in dit onderzoek de veronderstelling getoetst wordt dat de strategie van de te onderzoeken groep voor een groot deel gebaseerd op elementen uit de Behavioral Finance. Gezien voornoemde overwegingen is het gebruik van een kwalitatieve opzet geschikt voor de beantwoording van de centrale vraag.

5.3. Methode

In deze paragraaf wordt uiteengezet binnen welk onderzoeksterrein het onderzoek is uitgevoerd en op welke wijze de data zijn verzameld en zijn geanalyseerd.

5.3.1. Onderzoeksterrein

Om de onderzoeksvragen te beantwoorden worden er beslissers bij vermogende particuliere vastgoedbeleggers geïnterviewd. De respondenten van dit onderzoek worden geselecteerd op basis van een *opportunistische steekproeftrekking met verantwoording achteraf* (Boeije, 2014). De steekproef wordt getrokken op basis van respondenten die relatief gemakkelijk toegankelijk zijn voor de onderzoeker. Hiervoor is gekozen omdat de onderzoeker uit eigen ervaring weet dat de respondenten terughoudend zijn en veelal geen medewerking wensen te verlenen aan een interview. Daarbij komt dat in dit onderzoek gevraagd wordt naar de strategie van respondenten, wat een gevoelig onderwerp is. Bij een gesprek hierover geven zij immers inzicht in hun handelswijze wat als bedreigend kan worden ervaren voor hun positie. De gebruikte procedure voor de steekproeftrekking is de *sneeuwbalsteekproeftrekking* (Boeije, 2014). Een deel van de respondenten wordt gekozen uit het eigen netwerk van de onderzoeker. Daarnaast wordt aan respondenten gevraagd of zij de onderzoeker willen voorstellen aan potentiele respondenten. Daarmee wordt de toegankelijkheid van de respondenten voor de onderzoeker vergroot en zullen respondenten sneller geneigd zijn om hun medewerking te verlenen aan het onderzoek. Bij het verzoek tot medewerking wordt anonimiteit toegezegd om zo de respondenten het vertrouwen te geven dat zij vrijuit kunnen spreken tijdens de interviews.

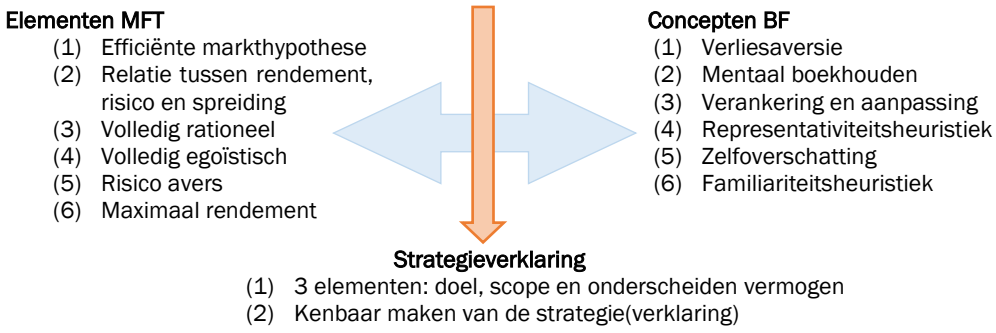
Het aantal respondenten is afhankelijk van de gecontacteerde personen tot deelname en de beschikbare tijd voor dit onderzoek. De respondenten zijn geselecteerd op de in paragraaf 2.4.2.1. genoemde voorwaarden, namelijk een vastgoedbelegger is een professionele vermogende vastgoedbelegger als hij:

1) actief is met meerdere beleggingen in Nederlands direct vastgoed;
2) een totaal belegd vermogen van meer dan 60 miljoen euro in Nederlands direct vastgoed heeft;
3) een eigen actieve management-organisatie voert die verantwoordelijk is voor het beleid en de strategie van de portefeuille.

Het totaal aantal respondenten zijn zes vastgoedbeslissers.

5.3.2. Dataverzameling

Om antwoorden te vinden op de genoemde deelvragen en de centrale vraag zijn *open semigestructureerde kwalitatieve face-to-face interviews* gehouden met de respondenten (Boeije, 2014). Het interview is opgesteld aan de hand van de geraadpleegde theorie en ter goedkeuring voorgelegd aan de begeleider. Na het opstellen van de eerste versie van de interviewvragen, zijn de overwegingen van de vragen uitgeschreven en heeft de onderzoeker elementen van de Moderne Financiële Theorie en concepten uit de Behavioral Finance en strategische overwegingen gekoppeld aan de interviewvragen. Vervolgens is het in paragraaf 5.2. weergegeven conceptueel model vereenvoudigd naar een op het model toegespitst interview. Zie figuur 5.3.2.1.



Figuur 5.3.2.1.: Conceptueel model toegespitst op het interview (Bron: eigen bewerking)

Het interviewleidraad bestaat uit tien hoofdvragen of thema's, waar bij sommige vragen of thema's, bijbehorende verdiepingsvragen worden gesteld. Uit een pilot interview kwam naar voren dat verdiepingsvragen noodzakelijk zijn voor het structureren van de dataverzameling. Daarnaast kan zo meer eenduidigheid verkregen worden in de vraagstelling van de onderzoeker en verkrijgt de onderzoeker meer inzicht in de overwegingen van de respondenten. Het aanbrengen van structuur in het interview en het stellen van dezelfde vragen draagt bij aan de betrouwbaarheid van de verkregen data (Baarda, 2013). Bij betrouwbaarheid gaat het om de mate waarin herhaling van onderzoek tot dezelfde uitkomsten leidt, waarbij verschillen in de onderzoekssituatie en verschillende wijze waarop data wordt verkregen tot onbetrouwbaarheid leidt (Boeije, 2014).

Voor de start van de dataverzameling, is er een pilotinterview uitgevoerd, met als doel om de validiteit van het interviewleidraad te testen (Boeije, 2014). Bij het uitvoeren van het pilotinterview werd duidelijk dat het tijdig stellen van verdiepingsvragen en het bevorderen van openheid van de respondent belangrijk is voor het verkrijgen van de beoogde data. Na het pilotinterview zijn enkele interviewvragen aangepast en zijn de interviewvragen in overleg met de begeleider vastgesteld.

Om openheid bij de respondenten te creëren is er tijdens de interviews voor gekozen om soms af te wijken van de structuur van het interviewleiddraad. Zo werd aan de respondenten de ruimte gegeven om eigen gespreksonderwerpen aan te dragen. Verder heeft de onderzoeker de respondenten in het interview aangemoedigd om te spreken doordat hij verschillende malen doorvroeg op antwoorden die werden gegeven. Deze werkwijze sluit aan bij het flexibele karakter van kwalitatief onderzoek, zodat naast de van tevoren bedachte onderwerpen op de vragenlijst de respondent zelf ook onderwerpen kan aandragen en daarop kan ingaan (Boeije, 2014). Sommige vragen werden al door respondenten beantwoord zonder dat de vraag gesteld was, hierdoor zijn bij enkele interviews enkele vragen niet gesteld. Om te waarborgen dat elk onderwerp werd besproken in het interview is aan het eind van elk interview gecontroleerd of alle thema's aan de orde zijn geweest.

De respondenten zijn vooraf niet geïnformeerd over het onderzoeksdoel van de onderzoeker om hun antwoorden te kunnen toetsen aan elementen uit de Moderne Financiële Theorie en concepten uit de Behavioral Finance. De reden hiervoor is dat de onderzoeker wilde voorkomen dat de respondenten sociaal wenselijke antwoorden zouden geven. De respondenten zijn persoonlijk benaderd om mee te werken aan een onderzoek wat als doel heeft nieuwe inzichten te geven in de strategie bij vermogende particuliere vastgoedbeleggers. Voor meer informatie ten aanzien van het interview of de interviewvragen, zie Bijlage 1 *verantwoording instrument interview*.

De interviews zijn afgenomen op het kantoor van de respondent of op het kantoor van de onderzoeker. De duur varieerde van ongeveer 25 minuten tot ongeveer 45 minuten. Om de betrouwbaarheid te vergroten zijn alle interviews volledig opgenomen met behulp van een voice-recorder en zijn alle interviews letterlijk getranscribeerd. De transcriptie is handmatig uitgevoerd met behulp van de software *f4transkript*.

De onderzoeksactiviteiten dataverzameling en data-analyse zijn in dit onderzoek parallelle processen en niet strikt gescheiden. Dit betekent dat de uitkomsten van de tussentijdse analyse richting gaven aan welke gegevens er nog verzameld moesten worden voor de analyse en het verfijnen van de vraagstelling (Boeije, 2014).

5.3.3. Data-analyse

Voor de analyse van de data is gebruik gemaakt van de *gefundeerde theoriebenadering* (*grounded theory).* De gefundeerde theoriebenadering is ontwikkeld door Glaser & Strauss (1967) en een van de bekendste methoden voor het uitvoeren van een kwalitatieve analyse (Baarda, 2014). Glaser en Strauss (1967) beoogden met deze benadering de vitaliteit in het empirisch onderzoek terug te brengen. De gefundeerde theoriebenadering is afgeleid van een onderzoeksproces van systematische data verzameling en analyse, die elkaar afwisselen (Baarda, 2014). In deze methode staan dataverzameling, analyse en theorie in hechte relatie tot elkaar (Bryman, 2012). De gefundeerde theoriebenadering is een waardevolle methode voor dit

onderzoek, omdat deze methode zich goed leent voor een verkennend onderzoek en als doel heeft om tot een theorie te komen of een theorie of veronderstellingen meer of minder aannemelijk te maken (Boeije, 2014; Baarda 2013). De gefundeerde theoriebenadering is inductief en iteratief, wat inhoudt dat de dataverzameling en de data-analyse gelijktijdig plaatsvindt (Baarda, 2014).

De handmatig letterlijke uitgewerkte transcripties zijn met behulp van het softwarepakket voor kwalitatieve-analyse *QSR NVivo* geanalyseerd. Het voordeel van het analyseren met dit softwarepakket is dat aan ieder tekstonderdeel codes toegekend kunnen worden, zodat de informatie van verschillende respondenten of van de verschillende vragen of thema's op overzichtelijke wijze vergeleken kan worden.

De analyse heeft plaats gevonden door middel van het coderen, verwerken en interpreteren van de verzamelde data. Bij het vaststellen van het interview is een globale codeboom met verschillende topics opgesteld. Zie Figuur 5.2.1: Conceptueel model toegespitst op het interview en Bijlage 1 *verantwoording instrument interview*. Deze globale codeboom vormt het uitgangspunt van de analyse. De wijze van het coderen is een combinatie geweest van de *a-priori-benadering* (ook wel *deductieve benadering*) en de *inductieve benadering*. Bij de *a-priori-benadering* zijn de topics van de globale codeboom getoetst aan de verzamelde data. Bij de *inductieve benadering* zijn ten tijde van de analyse nieuwe topics toegevoegd op basis van de verzamelde data. Door de verzamelde data in drie fasen te coderen heeft de onderzoeker beoogd om tot *theoretische verzadiging* te komen en om zo meer relevante uitspraken te kunnen doen (Boeije, 2014).

De codeboom verschaft inzicht in welke thema's belangrijk zijn voor de respondenten en hoe de thema's zich tot de Moderne Financiële Theorie en Behavioral Financiële verhouden en hoe de elementen en concepten zich onderling verhouden. De codeboom is toegevoegd als Bijlage 2.

5.4. Kwaliteit

Om kwalitatief goede data te genereren is de respondenten anonimiteit toegezegd. Hierdoor zijn uitspraken van respondenten op een niet herleidbare wijze weergegeven.

Om de betrouwbaarheid van de dataverzameling te waarborgen, is de respondenten de mogelijkheid geboden om de transcripten van de gehouden interviews te controleren. Het controleren van de verzamelde data voorafgaand aan de analyse door de respondenten vergroot de betrouwbaarheid van de data (Boeije, 2014). Geen van de respondenten heeft aangegeven van deze mogelijkheid gebruik te maken.

Om de validiteit te vergroten heeft de onderzoeker, zoals genoemd, een pilotinterview uitgevoerd. De respondenten zijn niet volledig geïnformeerd over het doel van het onderzoek, om te voorkomen dat er systematisch sociaal wenselijke antwoorden gegeven zouden worden. De onderzoeker heeft bij de data-analyse gelet op mogelijk sociaal wenselijke antwoorden en naar eigen inzicht de data gefilterd.

5.5. Ethiek

De respondenten hebben na toezegging van medewerking aan het interview allen een introductiebrief ontvangen. In deze brief is aangegeven waarvoor de verzamelde data gebruikt zal worden. In deze brief is ook opgenomen dat de onderzoeksgegevens anoniem zullen worden verwerkt door de onderzoeker. De opnames en transcripties zijn daarom opgeslagen in een beveiligde omgeving.

6. Resultaten

In dit hoofdstuk worden de resultaten van het empirisch gedeelte van het onderzoek behandeld. Het empirisch deel bestaat uit de afgenomen interviews met de respondenten, de beslissers binnen de onderzochte groep. In dit hoofdstuk staat de beantwoording van deelvragen 6 tot en met 8 centraal:

6) In hoeverre bevatten de strategieverklaringen van de respondenten de essentiële elementen van een strategieverklaring volgens Collins en Rukstad?;
7) Welke kenmerken van de beleggingstheorieën en welke psychologische concepten zijn terug te vinden in de overwegingen en strategieën van de beleggers?;
8) In hoeverre vinden de rationele afwegingen en de gedragsaspecten ondersteuning naar aanleiding van de kwalitatieve interviews?

Allereerst wordt ingegaan op de respondenten en hun context. Vervolgens wordt de strategie van de respondenten behandeld. Aansluitend wordt aan de hand van de gevonden topics, die opgenomen zijn in de codeboom, uiteen gezet wat de resultaten zijn van dit onderzoek. De topics worden ondersteund door betekenisvolle tekstfragmenten, ook wel extracten genoemd. Als er meerdere betekenisvolle tekstfragmenten (van één of meerdere respondenten) beschikbaar waren, heeft de onderzoeker de meest representatieve en exemplarische fragment(en) opgenomen.

De vooraf geselecteerde topics (*a-priori-benadering)* en de gedurende de analyse toegevoegde topics (*inductieve benadering)* worden aselect behandeld, waarbij allereerst wordt aangegeven welk punt de onderzoeker wil maken. Dit zal ondersteund worden met één of meerdere extracten, waarbij ieder topic wordt geïnterpreteerd. Tot slot worden de resultaten gekoppeld aan het theoretisch kader en wordt de eventuele samenhang weergegeven.

6.1. Respondenten

Tabel 6.1.1 geeft inzicht in de respondenten en hun kenmerken. De respondenten zijn allen man en hebben uiteenlopende werkervaring (circa 15 tot circa 43 jaar) in het vastgoed. Alle respondenten vormen of maken deel uit van de statutaire directie. Dit betekent dat alle respondenten beslissingsbevoegd en statutair verantwoordelijk zijn voor (aansturing van) de beleggingsportefeuille.

Respondent	1	2	3	4	5	6
Algemeen						
Geslacht	Man	Man	Man	Man	Man	Man
Type belegger	"Familievermogen" "Grote particuliere belegger" "Belegger en ontwikkelaar"	"Particuliere belegger" "Belegger en ontwikkelaar"	"Particuliere belegger" "Belegger en ontwikkelaar" "Behoudend"	"Familiebedrijf" "Belegger en ontwikkelaar"	"Familievermogen" “Faciliterend aan zuster-ondernemingen” "Belegger en ontwikkelaar"	“Ontstaan uit ander onderneming” “Familievermogen in vastgoed” "Belegger en ontwikkelaar"
Opleidingsniveau	Hoog	Laag of middelbaar	Laag of middelbaar	Hoog	Hoog	Hoog
Functie	Algemeen directeur	Algemeen directeur	Algemeen directeur	Commercieel directeur	Algemeen directeur	Algemeen directeur
Werkervaring	*De gegevens van deze regel zijn niet openbaar, dit om de anonimiteit van de respondenten te waarborgen.*					
Beleggen eigen vermogen of vermogen van derde(n)	Derde(n)	Eigen	Eigen	Derde(n)	Derde(n)	Derde(n), op termijn eigen
(indirect) aandeelhouder	Ja	Ja	Ja	Ja	Nee	Ja
Vastgoedportefeuille						
Volume portefeuille (€ x 1.000)	*De gegevens van deze regel zijn niet openbaar, dit om de anonimiteit van de respondenten te waarborgen.*					
Samenstelling	*De gegevens van deze regel zijn niet openbaar, dit om de anonimiteit van de respondenten te waarborgen.*					

Geografische spreiding landen	*De gegevens van deze regel zijn niet openbaar, dit om de anonimiteit van de respondenten te waarborgen.*					
Geografische spreiding in NL	*De gegevens van deze regel zijn niet openbaar, dit om de anonimiteit van de respondenten te waarborgen.*					
Funding						
Vreemd vermogen	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
LtV (%) (excl. inter-company loans)	60-70	50	40-50	max. 50	30	< 50
Managementorganisatie						
Omschrijving	"Hands-on", "afgewogen team"	"Plat", "compact"	"Family office", "Korte lijnen"	"Plat" "Asset management gedreven organisatie"	“Organische structuur” “Plat”	“Lean & mean” “Asset management organisatie”
FTE	*De gegevens van deze regel zijn niet openbaar, dit om de anonimiteit van de respondenten te waarborgen.*					

Tabel 6.1.1: Overzicht respondenten (Bron: eigen bewerking)

Tussen de respondenten dient onderscheid gemaakt te worden of zij met de vastgoedportefeuille voor zijn eigen vermogen belegt, of voor het vermogen van derde(n). Bij het beleggen van het vermogen van derde(n) is de respondent bijvoorbeeld werkzaam namens een familie om (een deel van) het vermogen te beleggen in vastgoed. De respondent die het vermogen van derde(n) belegt, kan het best omschreven worden als de *aangestelde vastgoedbeslisser*. Daar waar het relevant wordt geacht, zal deze groep zo genoemd worden. De aangestelde vastgoedbeslisser legt verantwoording af aan haar (groot) aandeelhouder(s), terwijl de vastgoedbeslisser die voor haar eigen vermogen belegt (gedeeltelijk) verantwoording dient af te leggen aan zichzelf als (groot) aandeelhouder. Van de vier respondenten die te typeren zijn als aangestelde vastgoedbeslissers gaven drie te kennen dat zij (indirect) aandeelhouder zijn van de vastgoedportefeuille en hierdoor meedelen in het resultaat dan wel verlies van de portefeuille. Eén respondent wordt in dit onderzoek aangemerkt als aangesteld vastgoedbeslisser, terwijl hij op termijn aangemerkt zou kunnen worden als belegger voor eigen vermogen. Het is opvallend om te zien is dat de aangestelde vastgoedbeslissers allen hoog opgeleid zijn en de twee vastgoedbeslissers die voor eigen vermogen beleggen laag of middelbaar opgeleid zijn. Onder hoog opgeleid wordt hier verstaan dat zij een afgeronde HBO of universitaire opleiding hebben genoten.

Alle respondenten typeren zich met woorden als “particuliere belegger”, “belegger van het familievermogen” of “familiebedrijf”. Hieruit kan geconcludeerd worden dat zij zichzelf daadwerkelijk kwalificeren als particuliere vastgoedbelegger en dat de typering van de onderzoeker correct is. Daarnaast is het opvallend dat alle respondenten aangaven dat zij naast het beleggen in vastgoed ook actief zijn als ontwikkelaar in vastgoed.

Het volume van de vastgoedportefeuilles waar de respondenten verantwoordelijk voor zijn, lopen uiteen (circa € 100 mln – circa € 1.500 mln). Ook de samenstelling van de portefeuilles is divers. Wat betreft de geografische spreiding van de portefeuilles verschillen de respondenten minder van elkaar. Spreiding vindt enkel plaats binnen Europa, waarbij één respondent aangeeft dat hij een klein deel van het vermogen heeft geïnvesteerd in Canada. Het is opvallend dat beleggingsportefeuilles zich voornamelijk richten op landen gelegen in Noord-Europa. Dit betreft landen die (nog) lid zijn van de Europese Unie en geografisch gezien in de nabijheid van Nederland liggen. Uitgezonderd één respondent gaven alle respondenten aan dat zij het grootste deel van het vermogen in Nederland hebben belegd. Deze respondent heeft het grootste gedeelde van zijn vermogen in Duitsland belegd. Deze respondent maakte echter de kanttekening dat hij de afgelopen jaren actiever is op de Nederlandse markt dan de Duitse markt. Dit omdat hij zijn Nederlandse portefeuille wenst te vergroten. Om deze reden past hij binnen de te onderzoeken groep.

Alle respondenten financieren hun vastgoedportefeuilles met vreemd vermogen. Opmerkelijk is dat alle respondenten aangaven dat zij “behoudend” gefinancierd zijn. Op één respondent na, is de door de respondenten opgegeven *Loan to Value* (*LtV*) lager dan 50%.

De respondenten omschrijven hun managementorganisaties met woorden als “Hands-on”, “Plat” en “Lean & Mean”. De opgegeven *fulltime-equivalent* (*FTE*) van de managementorganisaties variëren van 4 tot 40.

6.2. Strategie

Als eerste wordt de invalshoek strategie behandeld. Deze invalshoek wordt in dit onderzoek als een spreekwoordelijke kapstok gebruikt. Het in kaart brengen van de strategie van de te onderzoeken groep staat in dit onderzoek niet centraal. De invalshoek strategie is met name bedoeld om de overwegingen van de respondenten inzichtelijk te maken en om uit deze vergaarde data elementen uit de Moderne Financiële Theorie en concepten uit de Behavioral Finance waar te kunnen nemen.

De eerste twee topics in deze paragraaf, elementen strategieverklaring en kenbaar maken van de strategie, maakten onderdeel uit van de globale codeboom. De volgende drie topics, structuur volgt strategie, volgende generatie en afwijken van strategie, zijn ten tijde van de data-analyse toegevoegd (inductieve methode).

6.2.1. Elementen strategieverklaring

Volgens Collins en Rukstad (2011) behoort een goede strategieverklaring te omvatten (1) een helder doel, (2) vastgestelde scope en (3) benoeming van het onderscheidend vermogen. De strategieverklaring dient pakkend en gemakkelijk overdraagbaar zijn. In de literatuur wordt het vormen van een goede strategie en het definiëren van een goede strategieverklaring als een lastige opgave gezien. Bij dit onderzoek is waargenomen dat alle respondenten zichtbaar moeite hebben om een duidelijke, beknopte en gemakkelijke overdraagbare strategieverklaring onder woorden te brengen, waarin de elementen volgens Collins en Rukstand naar voren komen. Bij sommige respondenten had de onderzoeker het gevoel dat getracht werd om de strategieverklaring gedurende het interview te formuleren. Enkele respondenten gaven geen beknopte strategieverklaring. Deze schetsten hun strategie daarom uitgebreid in verhaalvorm, met veelal meerdere praktijkvoorbeelden.

Een helder doel

Alle respondenten geven aan dat het voornaamste doel het alloceren van vermogen in direct vastgoed is. Bij één van de zes respondenten kon uit de strategieverklaring heldere doelen, die specifiek, meetbaar en tijdsgebonden zijn, gevonden worden. Bij alle overige respondenten waren de in de strategieverklaring voortkomende doelen niet specifiek, meetbaar en tijdsgebonden. Drie respondenten geven in hun strategieverklaring tegenstijdige doelen weer of kwam er naar voren dat de respondent nog zoekend is om hun doel te bepalen. Als voorbeeld een extract uit het interview van respondent 2.

130. “Wat onze strategie is, is. Wat, wat we,
131. door, de, de, de projecten die we nu hebben. Voor de
132. aankomende jaren, hebben we een behoorlijk
133. productievolume liggen. En, eh, want er komt natuurlijk
134. altijd links en rechts wat voorbij. We hebben natuurlijk een
135. ontzettende goede naam. En eh, vertrouwen bij heel veel
136. mensen. Dus, we worden altijd heel snel benaderd. En
137. eh, de beslissing is dus, dus die strategie is, eh, ja. In
138. vorm, eh, zoals nu hebben we een grote strategie,
139. aankomende jaar heel veel woningproducties. En, en eh,
140. nog een aantal hotels. Maar ja, het gaat ons om, er moet
141. wel ergens een uitdaging zijn om een mooi product. Daar
142. staan wij bekend om, een mooi product af te maken. Of
143. te creëren.” [R2]

Respondent 2 zegt hier dat haar strategie is bepaald door het productievolume waar hij reeds aan gebonden is voor de aankomende jaren. Daarnaast geeft respondent 2 aan dat hzijn strategie wordt bepaald en of wordt bijgesteld op basis van het aanbod. Uit dit extract maak ik als onderzoeker op dat naast het geschetste doel, om het productievolume van woningen en hotels te verlagen, deze respondent haar doelen niet helder bepaald.

Scope

Van de door Collis & Rukstad (2008) geschetste drie dimensies, (1) klant of aanbod, (2) geografische locatie en (3) verticale integratie, zijn de laatste twee bij iedere respondent waar te nemen in min of meer gelijke vorm. Iedere Respondent geeft haar geografische scope helder en duidelijk weer. De verticale integratie, naast het vastgoedbeleggen ook het ontwikkelen, werd door iedere respondent aangegeven. Alle respondenten geven aan dat zij voornemens zijn om dit in de toekomst te blijven doen. De eerste dimensie is niet bij alle respondenten waar te nemen. Bij twee van de zes respondenten wordt deze dimensie van het bereik benoemd als klant. Klant wordt hier opgevat als huurder. Gezien de dimensies voor iedere onderneming variëren in relevantie (Collis & Rukstad, 2008), is het vanzelfsprekend dat sommige dimensies niet of nauwelijks waarneembaar zijn. De dimensie geografische locatie, wordt door alle respondenten als meest relevant gepositioneerd. Collins & Rukstad (2008) geven aan dat helderheid in het bereik juist ondernemingen moet helpen om focus te houden waar zij goed in zijn. Vijf van de zes respondenten geven aan dat zij soms afwijken van de vastgestelde scope. Dit wordt nader behandeld bij het topic *Afwijken van strategie*.

Onderscheidend vermogen

Volgens Collis & Rukstad (2008) bestaat het onderscheidend vermogen uit twee componenten, het externe en het interne component. Het externe component gaat over de klantwaardepropositie, dit omvat de vraag waarom de beoogde klant de onderneming verkiest boven de andere. Respondenten positioneren twee klanten, namelijk de potentiele huurder of een potentiele koper. Wat opvalt is dat geen van de respondenten zich uitlaat over het onderscheidend vermogen voor de klant in de gegeven strategieverklaring. Dit is opmerkelijk, omdat er in de verschillende deelmarkten waar de respondenten actief zijn, afgelopen jaren sprake zou zijn geweest van een vraagmarkt. De vastgoedmarkt is van origine een aanbodmarkt. Een vraagmarkt is ten voordele van de klant en in een vraagmarkt zou het logisch zijn dat de aanbieder (vastgoedbelegger) zich inspant om zich meer te onderscheiden ten opzichte van haar soortgenoten. Vier respondenten noemden wel waarom zij zich onderscheiden ten opzichte van haar soortgenoten om de juiste posities om een potentiele belegging te creëren. Dit behoort tot het intern onderscheidend vermogen. Een mogelijke verklaring hiervoor zou kunnen zijn dat de vastgoedmarkt een aanbodmarkt is en de respondenten hun positie als waardepropositie ervaren.

6.2.2. Kenbaar maken van de strategie

Volgens Collins en Rukstad (2008) dient de strategie gemakkelijk overdraagbaar te zijn en is de implementatie van de strategie een vereiste. De respondenten is gevraagd hoe zij hun strategie intern en extern kenbaar maken. Onder intern wordtonder andere bedoeld de medewerkers van de managementorganisatie en de aandeelhouders. Onder extern wordt bedoeld alle overige belanghebbenden van de organisatie, waaronder klanten, adviseurs, financierders en overige marktpartijen.

Extern

Opvallend is dat alle respondenten aangeven dat zij hun strategie, uitgezonderd in face-to-face gesprekken, niet op een actieve wijze kenbaar maken aan externen. Respondent 1 zegt hierover:

200. “Ehm. In feite door eh, ja, veel gesprekken te voeren
201.b met eh stakeholders.”[R1]

De respondenten zien het als een vanzelfsprekendheid dat hun strategie bij externen bekend is, dit omdat zij hun strategie aan de hun bekende marktpartijen face to face kenbaar maken. Respondent 5 zegt hierover:

150. “Dat is echt door mijn contacten, gesprekken met
151. marktpartijen. Zij weten heel goed wat onze strategie is” [R5]

Dat de respondenten dit vanzelfsprekend vinden is vermoedelijk omdat zij de strategie bij het onderhoud van hun netwerk benoemen en toelichten. Opvallend is ook dat meer dan de helft van de respondenten aangeven dat zij zich comfortabel voelen om in de luwte te acteren. Onderstaand worden hier twee extracten over weergegeven.

234. “Nou, buiten m'n bedrijf niet zo. Ik ben niet zo iemand

235. die behoefte heeft om eh, om eh, te laten zien wat die
236. heeft en zoekt. Dat, daar heb ik geen. Dat weten de mensen
237. die eh, direct naast me staan wel ongeveer" [R2]

314.b "... Wij eh, schreeuwen niet van de daken
315. wat we doen. Wij houden ervan om onder de radar door
316. te vliegen." [R6]

Intern

Op de vraag of de respondenten hun strategie intern actief kenbaar maken geven alle respondenten aan dat zij dit actief doen. Opmerkelijk is dat er een verschil waarneembaar is bij organisaties die verschillen qua volume van de managementorganisatie op basis van FTE. Bij de relatief kleine organisaties (<17 FTE) wordt het kennen van de strategie intern als een vanzelfsprekendheid gezien. Exemplarisch zijn onderstaande twee extracten.

159. "Nou, dat zit iedereen wel goed tussen de oren. Dus als
160. we iemand, eh, iemand aannemen hier, dan eh, dan
161. wordt em goed verteld wat de bedoeling is." [R5]

243.b "... ik drink elke dag koffie met elkaar dus, eh,
244. daar wordt een heleboel besproken." [R2]

De managementorganisaties van deze respondenten zijn respectievelijk 4 en 13 FTE's groot. Uit deze extracten is op te maken dat deze respondenten de overdracht van de strategie als een vanzelfsprekendheid zien. Dit is gezien de grootte en de daar bijbehorende beperkte communicatielijnen begrijpelijk.

De relatief grotere organisaties (>17 FTE) geven aan dit complexer te vinden. Exemplarisch voorbeeld is onderstaand extract. In dit extract gaf respondent 6 een voorbeeld waarom zijn strategiewijziging niet succesvol was.

490.b "... Dat is
491. wel heel interessant om te zien als jij weerstand krijgt
492. vanuit je organisatie om dingen te doen, moet je wel eerst
493. die weerstand overbruggen en dan kan je nog de baas
494. zijn. Maar je bent niet de baas, he, want als mensen
495. dingen moeten doen waar ze het niet mee eens zijn dan
496. gaan ze toch allemaal dingen bedenken om het anders te
497. doen." [R6]

Respondent 6 geeft hier zijn ervaring aan toen de door hem bepaalde strategie niet gedragen werd door zijn organisatie. Respondent 6 geeft verder in het interview aan dat hij mede door deze ervaring periodieke strategiesessies binnen zijn organisaties heeft geïmplementeerd, om de strategie over te dragen aan de medewerkers.

Gelijk aan respondent 6 geven alle relatief grotere organisaties aan dat de overdracht van strategie een formeler karakter kent. Onderstaand een exemplarisch extract van Respondent 1

87. "Ja, ehm. Er wordt een lange termijn strategie eh
88. gepresenteerd en elk jaar wordt dat vertaald in een
89. jaarplan." [R1]

Respondent 1 zegt hier dat zij een strategisch plan voor de lange termijn opstellen en jaarlijks een jaarplan. Dit sluit aan bij de door Van Gool et al (2015) in de literatuur geschetste wijze van implementatie van strategie, namelijk het opstellen van een strategisch en een tactisch plan.

6.2.3. Structuur volgt strategie

In het theoretisch kader is kort de implementatie van strategie behandeld. Amlal (2012) concludeerde in zijn onderzoek dat door de dynamische omgeving waarin vastgoedbeleggers zich bevinden de onderzochte organisaties hun strategie periodiek heroriënteren. Amlal (2012) stelt dat dat de structuur van de organisatie aangepast dient te worden aan de geheroriënteerde strategie. Amlal (2012) volgt de veronderstelling van Chandler (1962) dat de structuur van de organisatie de strategie behoort te volgen. Exemplarisch zijn onderstaande extracten van respondenten 3 en 6.

441. I "Jullie hadden ook kunnen besluiten, we gaan in Londen
442. beleggen."
443. "Zijn we ook geweest, ja. Hartje Londen. Ja."
444. [R3]

445. I “Maar niet gedaan?”
446. “Bijna gedaan, maar dat was. Weet je wat daar het
447. probleem was op een gegeven moment? Als je, je hebt
448. een. Wij hebben geen groot bedrijf. We hebben wel een,
449. naar ons gevoel, een hele grote portefeuille. En, en die
450. groeit behoorlijk per jaar. En dan moet je keuzes maken.
451. En als ik hier morgen een datacenter van heel veel geld
452. neerzet, en daar moet veel aandacht aan besteed
453. worden. Dan kan ik ook niet tegen de mensen zeggen,
454. van ga dan daar ook nog eventjes twee keer per week
455. naar Berlijn. En dan, want dan heb ik, krijg ik
456. overspannen situatie. En dat is niet te doen. Dat is niet
457. meer te doen voor ons.” [R3]

426.b “...Wij kijken dus wel, ik kijk dus wel heel
427. sterk naar een bedrijf wat ik voor de volgende generatie
428. wil neerzetten. Nah, en dan zie je wel dat als je
429. woningportefeuilles dat is eh, dat, he, dat creëert gewoon
430. ontzettend veel rust in je bedrijf. Commercieel is altijd
431. ellende. Er is altijd wat, je kunt het niet overlaten. Je
432. moet het zelf doen he,...”[R6]

Respondent 3 geeft hier aan dat zij hun strategische keuze om in Londen te gaan beleggen mede heeft laten beïnvloeden door de organisatiestructuur. Respondent 6 geeft hier aan dat hun strategische keuze om meer in woningen te beleggen mede is bepaald omdat het beleggen in woningen management extensiever is in vergelijking tot commercieel vastgoed. De omvang van de portefeuilles van deze respondenten is respectievelijk € 400 miljoen en € 1.500 miljoen. De omvang van de managementorganisaties zijn respectievelijk 16 en 40 FTE’s. Uit deze extracten is op te maken dat deze respondenten hun strategische keuzes laten beïnvloeden door zijn managementorganisaties en de daar bijbehorende structuur. Dit is niet volledig in lijn met de veronderstelling van Chandler (1962), dat de structuur van de organisatie de vastgestelde strategie behoort te volgen. Immers uit deze extracten blijkt dat de bedoelde strategie mede wordt bepaald door de structuur. Gezien de omvang van de portefeuilles en managementorganisaties van beide respondenten is dit opvallend te noemen. Dit omdat men zou verwachten dat gezien de omvang en professionaliteit dat zij de structuur van de organisatie aan zouden passen aan de gekozen strategie en de keuze voor de strategie hier niet door laten beïnvloeden.

6.2.4. Volgende generatie

Opvallend is dat vier respondenten aangeven dat de strategie mede wordt bepaald door stil te staan bij wat verstandig is voor de volgende generatie. Onder deze vier respondenten behoren de twee respondenten die voor haar eigen vermogen beleggen en twee respondenten die worden aangemerkt als aangestelde vastgoedbeslisser. Onderstaand het extract uit het interview van Respondent 2.

191. “M'n portefeuillestrategie is eh, dat heb ik natuurlijk ook
192. een beetje met mijn eh, leeftijd te maken. Ehm.. Je gaat
193. nu eh, misschien dat mijn dochters 't nog doen, maar
194. goed, dat eh, dat weet ik niet....” [R2]

Respondent 2 geeft direct volgend op de vraag wat zijn strategieverklaring is, aan dat zijn strategie mede bepaald wordt door de eventuele eigendomsopvolging. Gezien de leeftijd van de respondent en de omvang van zijn managementorganisatie is dit verklaarbaar. Echter bij de twee respondenten, die als aangestelde vastgoedbeslisser worden gekenmerkt en waarbij de omvang van de managementorganisatie groot te noemen is, wordt bij het vaststellen van de strategie ook de toekomstige generatie aandeelhouders aangehaald. Exemplarisch is het exact uit het interview met respondent 6

459. “Wat is nou de doelstelling en die wordt niet alleen
460. maar gedreven door de business, maar die wordt ook
461. gedreven door eh doordat wij kijken van eh hoe moet ons
462. bedrijf he er voor de volgende generatie uit komen te
463. zien.” [R6]

Respondent 6 zegt hier dat hij zijn strategie en doelstellingen laat beïnvloeden door de volgende generatie aandeelhouders. Gezien de grootte van de organisaties zou verwacht worden dat deze organisaties solitair zouden moeten kunnen functioneren en de dimensie opvolging van de aandeelhouders niet van invloed zou zijn op de bepaling van de strategie. Zeker niet omdat deze organisaties thans (mede) bestuurd worden door aangestelde vastgoedbeslissers.

6.2.5. Afwijken van strategie

Iedere organisatie heeft een strategie of enig plan. De perfecte bedoelde strategie en gerealiseerde strategie is niet aan de orde. Mintzberg et al (2009) stelt dat iedere organisatie afwijkt van de bedoelde strategie en dan haar koers bijstelt (crafting). In dit onderzoek is aan de respondenten gevraagd of de respondenten afwijken van de bedoelde strategie. Met verdiepingsvragen is eveneens gevraagd aan de respondenten of zij afwijken van de beoogde strategie, terwijl de financiële analyse negatief is met de te maken beslissing. In lijn der verwachting geeft iedere respondent aan dat zij wel eens van haar bedoelde strategie afwijkt. Interessant voor dit onderzoek is waarom zij hier van afwijken, met name als de financiële analyse tegenstijdig is met de te maken beslissing. Vier respondenten gaven aan dat het wel eens voorkomt dat zij afwijken van de bedoelde strategie, terwijl ook de financiële analyse negatief is met de te maken beslissing. Hierbij worden woorden gebruikt als “emotie" en “onderbuikgevoel”. Twee respondenten gaven aan nooit van haar bedoelde strategie af te wijken als de financiële analyse niet voldoet. Deze twee respondenten betroffen beide aangestelde vastgoedbeslissers. De onderzoeker had bij één van deze twee respondenten het gevoel dat deze respondent sociaal wenselijk antwoordde. Exemplarisch zijn de volgende drie extracten.

513. “Ja, ik ben denk ik teveel handelaar, koopman, in. Dus ik
514. ben, dat is denk ik ook eh een, een particuliere belegger
515. zit denk ik veel meer emotie bij…” [R2]

Dit exact maakt deel uit waar de respondent 2 aangeeft waarom hij tot aankoop overgaat, terwijl de eventuele objecten buiten de bedoelde strategie van de respondent liggen. Opvallend is dat deze respondent benoemd dat zijn emotie invloed heeft op zijn overwegingen. Dit betekent dat de respondent zich van deze invloed bewust is.

602. “Kan aan veel zaken liggen. Bijvoorbeeld kwaliteit, een
603. schitterend mooi monumentje. Dat je zegt van: nah, die komt
604. wel een keer goed. Laat maar liggen, die eh, die komt wel
605. een keer voor Bassie.” [R3]

Bij voornoemd extract lichtte respondent 3 toe, waarom ij heel af en toe afwijken van hun strategie. Opvallend te noemen is dat de respondent aangeeft af te wijken door bijvoorbeeld de schoonheid van het pand, terwijl de respondent eveneens zijn verwachting uitspreekt om het beoogde financiële resultaat te behalen.

649. I “Wijkt u er wel eens vanaf?”
650. “Tuurlijk.” [R4]
651. I “Ja?”
652. “Dat kunnen wij weer makkelijker dan misschien een
653. institutionele. Omdat wij, wat ik zeg: als wij een object
654. gaan bekijken, meestal gaat de aandeelhoudster mee en
655. ehm ja het kan zijn dat je zegt. Ja, het is, het is zo goed,
656. of zo kansrijk of zo mooi of zo. Dit moeten we gewoon
657. doen. Hé, dan komt misschien dan toch ook meer de
658. ondernemer in de plaats.” [R4]

In voornoemd extract geeft respondent 4, die aangemerkt wordt als aangestelde vastgoedbeslisser, dat zij mede gezien haar betrokken aandeelhouder kan afwijken. Respondent 4 schrijft dit toe aan het ondernemende karakter van de organisatie. De handelswijze van de respondenten uit voornoemde extracten is als opportunistisch aan te merken.

6.3. Moderne Financiële Theorie

Als tweede wordt de invalshoek Moderne Financiële Theorie behandeld. De vervaardigde data is geanalyseerd om elementen uit de deze invalshoek waar te nemen of veronderstellingen van de Moderne Financiële Theorie te toetsen. Alle topics van deze invalshoek zijn vooraf bepaald en daarom op de deductieve wijze geanalyseerd.

6.3.1. Efficiënte markthypothese

De Moderne Financiële Theorie veronderstelt de efficiënte markthypothese. Uit het literatuuronderzoek is gebleken dat de efficiënte markthypothese niet (volledig) van toepassing is op het beleggen in direct vastgoed, mede door de heterogeniteit van de beleggingsobjecten. De door Fama ontwikkelde theorie veronderstelt dat alle mogelijke beschikbare informatie goedkoop en makkelijk verkrijgbaar is en dat al deze

informatie is verwerkt in de prijs of het rendement. Uit de analyse van de vergaarde data blijkt dat alle respondenten deze hypothese niet onderschrijven. Er is voor gekozen om één exemplarisch extract te presenteren, wat representatief is voor alle respondenten.

480. "Dat kan aan de omgeving liggen of een eh een
481. toekomstverwachting. Of een eh, uitzonderlijke kwaliteit
482. van het gebouw. Je ziet ook wel eens gebouwen staan
483. dat je denkt, nou ja, ik bedoel. Dat was bijvoorbeeld, eh,
484. ik bood eh toen in eh, in Amstelveen, die flats 14 keer,
485. maar ik wist en dat stond heel slecht beschreven in de
486. eh, in de brochure. Ik wist dat het dak vernieuwd was, ik
487. wist dat de bovenste etage de eh, de ramen vervangen
488. waren, de kozijnen. Dus ze boden wel allemaal 13 keer
489. huur voor eh, spul wat nog niet goed was. Maar ik had
490. m'n huiswerk goed gedaan en ik denk he: dan maar 14
491. keer." [R2]

In dit extract legt respondent 2 uit waarom hij over gaat tot aankoop van een object. Respondent 2 noemt dat hij bij zijn inkoop vaak onderscheidend kan zijn, omdat de genoemde specifieke informatie van het aan te kopen object voor hem beschikbaar is, in tegenstelling tot andere potentiele kopers. Hierdoor kan respondent 2 veelal hoger bieden dan zijn opponenten. Uit het extract is op te maken dat niet alle marktpartijen, in de markt waar respondent 2 acteert, volledig geïnformeerd zijn, wat efficiënte markthypothese wel verondersteld. Dit betekent dat de efficiënte markthypothese niet stand houdt in de markt waar respondent 2 in acteert, wat eveneens uit de literatuurstudie is gebleken (Van Gool et al, 2013).

6.3.2. Volledig rationeel

Gelijk aan de efficiënte markthypothese verondersteld de Moderne Financiële Theorie dat beleggers volledig rationeel handelen. Het is lastig om over dit topic een onomstotelijk oordeel te vellen op basis van interviews, omdat het aangeven van irrationeel handelen sociaal onwenselijk is. Wel kan geconcludeerd worden dat er geen sprake is van een volledige rationele handelswijze. Exemplarisch is onderstaand extract.

548. "Naja, kijk, ik denk dat ehm, vastgoed, ehm, heel veel
549. emotie moet zijn eigenlijk. Ehm, wij kopen geen pand
550. zonder dat we het gezien hebben en zonder dat we
551. ergens staan en denken van ja; hoe voelt het? Ehm,
552. natuurlijk zullen wij ook wel de, de, de, de berekeningen
553. maken naar wat voor ons de verwachtingswaarde is naar
554. de toekomst. Ehm, maar goed, ik denk dat als je teveel,
555. of sec alleen maar de ratio toepast, ik denk het probleem
556. die het vastgoed gekend heeft in het nabije verleden en
557. het wat verdere verleden, voornamelijk zijn gekomen
558. vanuit teveel ratio. Eh, te grote spreadsheet wijsheden.
559. Eh, met de, de, de entree-yield, de exit-yield, nah goed,
560. je zal ze zelf ook gemaakt hebben. Als je ziet wat de
561. uitkomst is als je m hier een beetje draait of daar een
562. beetje draait." [R4]

Dit extract maakt deel uit van het interviewthema 'afwijken van analyse' in het interview. Respondent 4 gaf bij dit thema aan dat zij geregeld van de opgestelde analyse afwijken. De onderzoeker stelde hem de verdiepingsvraag of hij kon aangeven waarom er dan wordt afgeweken. Respondent 4 geeft in dit extract aan dat naar zijn oordeel veel besluiten mede bepaald worden door emotie. Opvallend is dat de respondent in dit extract aangeeft dat besluiten op basis van kennis en gevoel genomen worden en getracht wordt het voorgenomen besluit op een voor hem rationele wijze te beproeven. Opmerkelijk is ook te noemen dat deze respondent de grote invloed van emotie vanzelfsprekend vindt binnen de vastgoedmarkt waar hij in acteert. Dit is in lijn met de vergaarde data, namelijk alle respondenten geven aan dat zij het gevoel of onderbuikgevoel zeer belangrijk vinden bij de door hun te maken overwegingen binnen het vastgoed.

Logischerwijs kan daarnaast geconcludeerd worden dat als er heuristieken, biassen of elementen van de Behavioral Finance, zoals de familiariteitsheuristiek, waargenomen worden er geconcludeerd kan worden dat er geen sprake kan zijn van volledig rationeel handelen. De waargenomen elementen van de Behavioral Finance worden behandeld in de paragraaf 6.4.

6.3.3. Volledig egoïstisch en maximaal rendement

Eveneens verondersteld de Moderne Financiële Theorie dat iedereen volledig egoïstisch handelt en het maximale rendement nastreeft. Het is aannemelijk te achten dat de respondenten niet duidelijk uiten al dan

niet egoïstisch zijn, omdat dit niet sociaal wenselijk is. Binnen de vastgoedmarkt wordt verondersteld dat beleggers hun eigen belang voor het belang van een ander plaatsen en altijd gaan voor het maximale rendement. Echter uit de werkervaring van de onderzoeker blijkt dat particuliere vastgoedbeleggers, hoewel zij dat niet openlijk zullen erkennen, in hun handelspraktijk ook transacties plaats laten vinden op basis van de gunfactor. Dan is er dus is geen sprake van volledig egoïstisch handelen en wordt ook niet altijd het maximale rendement behaald. Uit het volgende extract van Respondent 3 blijkt naar het oordeel van de onderzoeker dat de respondent waarderend spreekt over de handelswijze van een collega die een gunfactor zwaarder laat wegen dan het volledige egoïsme en het maximale rendement.

519b "...Ik heb ook wel eens een pand
520. gekocht van iemand en die heeft het 32 jaar in bezit
521. gehad en dat was zijn kindje. En die wilde niet dat
522. iemand dat kindje kreeg die het ook. Dus die wilde
523. iemand hebben en die gunde het ons. Omdat hij zegt ja.
524. ja ik weet dat jullie de aankomende 32 jaar zeker houden" [R3]

Uit dit extract is niet letterlijk op te maken dat Respondent 3 het maximale rendement nastreeft of volledig egoïstisch is. Echter kan in het licht van het gehele interview geconcludeerd worden dat deze respondent andere aspecten dan enkel het maximale rendement belangrijk vindt, zoals bijvoorbeeld een gunfactor.

6.3.4. Risico avers

De respondenten zijn risicoavers, gezien er door alle respondenten op verschillende wijze wordt gesproken over het vermijden of reduceren van risico's. Exemplarisch zijn onderstaande twee extracten.

239.b "....Of er
240. ontstaat een concentratierisico op een bepaalde huurder" [R1]

Dit extract van respondent 1 is afkomstig van het interviewthema 'afwijken van analyse'. Respondent 1 gaf aan dat zij wel eens afwijken van de financiële analyse om bijvoorbeeld het concentratierisico van een huurder binnen de portefeuille te reduceren. Hieruit kan geconcludeerd worden dat deze respondent risico avers handelt.

467. "Naja goed, wij hebben de eh overtuiging en dat is
468. misschien heel naar als ik dat zeg, maar wij zoeken
469. eigenlijk een beetje, oorlogs eh geschikt
470. vastgoed. Ehm, wat bedoel ik daarmee. In tijden van,
471. van, van ellende of of neergang, of of onrust, zullen
472. mensen altijd naar de grote steden trekken." [R4]

Het extract van respondent 4 is afkomstig van het interviewthema 'keuze geografische ligging'. In dit extract geeft de respondent aan dat de keuze mede gebaseerd is op zijn overtuiging dat de gekozen geografische ligging naar verwachting geen molestrisico is.

Opmerkelijk is te noemen dat waarneembaar is dat als de respondenten bekend zijn met bepaalde risico's, de respondenten aangeven dat zij de risico's beter kunnen inschatten en daardoor neemt de risicoaversie relatief af. Binnen de Behavioral Finance wordt dit omschreven als de familiariteitsheuristiek, in de volgende paragraaf wordt onder andere de familiariteitsheuristiek behandeld.

6.3.5. Relatie tussen rendement, risico en spreiding

Spreiding wordt door iedere respondent aangehaald in het interview. De basis van de Moderne Financiële theorie, zijnde het reduceren van het risico door spreiding in de portefeuille, wordt door iedere respondent aangehaald. Respondenten geven hiermee aan zich er van bewust te zijn dat door spreiding het risico verlaagd wordt en zij geven aan dat hun portefeuilleanalyse mede geënt is op het inzichtelijk maken van deze spreiding. De aangegeven wijze van spreiding loopt uiteen van bijvoorbeeld spreiding in verschillende deelmarkten, debiteurenrisico of geografische ligging. Er kan geconcludeerd worden dat het element risicoverlaging door middel van spreiding, wat als de kern van de Moderne Financiële theorie wordt gezien, door alle respondenten wordt aangehangen. Exemplarisch is het onderstaande extract van respondent 1.

191. "Ja en zeker gezien onze spreiding eh, qua segment,
192. eh, dan hebben we daardoor onze risicospreiding
193. geborgd." [R1]

Respondent 1 gaf hier antwoord op de vraag waarom hij in de aangegeven geografische locaties belegt. De respondent geeft hier aan dat de keuzes om in de genoemde geografische regio's te beleggen mede is gemaakt om spreiding aan te brengen in de portefeuille om zodoende het risico in de portefeuille te reduceren.

6.4. Behavioral Finance

In deze paragraaf wordt de pijler Behavioral Finance behandeld. Met behulp van de spreekwoordelijke kapstok, strategie, en de wijze van vraagstelling is getracht data te verzamelen die geanalyseerd kan worden op de aanwezigheid van de vooraf geselecteerde concepten (of elementen hiervan). Daarnaast is er bij de analyse nog één concept waargenomen. De vooraf en gedurende de analyse gevonden concepten worden aselect behandeld. Opvallend is dat naast de gevonden concepten de helft van de respondenten de anomalie kuddegedrag in de markt waarneemt en benoemde gedurende de interviews. Tot slot wordt hier bij stil gestaan.

6.4.1. Familiariteitsheuristiek

Dit topic is vooraf geselecteerd en op deductieve wijze geanalyseerd. Bij vier van de zes respondenten is de familiariteitsheuristiek of elementen hiervan waargenomen. De familiariteitsheuristiek gaat er vanuit dat men zich veiliger voelt in een vertrouwde omgeving, en in een vertrouwde omgeving geneigd is meer risico te nemen. Drie exemplarische extracten worden behandeld.

180. "Nah, dat heeft toch met de eh feeling van de markt te
181. maken. Ehm, we weten goed de weg. Zeker in Nederland
182. en eh België en ik denk ook grotendeels in Luxemburg.
183. Ehm. We kunnen de binnen ehm de, ik denk eh, drie tot
184. vier uur kunnen we naar onze eigen vastgoed rijden. We
185. hebben het gevoel veel beter bij de markt. We kunnen
186. risico's ver van ons bed eh moeilijk inschatten." [R1]

Respondent 1 gaf hier antwoord op de vraag waarom hij in de specifiek genoemde geografische locaties belegt. Respondent 1 geeft aan dat zij in de door hem genoemde regio's de markt beter kent. Daarnaast geeft respondent 1 aan dat zij risico's buiten de door hem genoemde regio's minder goed kan inschatten. Uit dit extract kan opgemaakt worden dat zij onzekerder omgaat met risico's in een voor haar niet bekende regio.

432. "Nou dat hoeft niet, dat hoeft niet. Maar ik ben, ik ben
433. kritischer als ik ver van huis koop." [R2]

In dit extract gaf respondent 2 antwoord op de vraag of de respondent meer geneigd is beleggingen te verwerven die dichter bij huis zijn. Gezien respondent 2 door haar ervaringen uit het verleden bekend is met het beleggen in een divers aantal landen, geeft respondent 2 aan dat dit niet noodzakelijk is maar dat hij wel kritischer wordt. In de geest van het interview kan kritischer hier opgevat worden als risicomijdend.

216.b "...Als wij een hotel maken, wij
217. lopen al zo lang mee in de hotels, dat wij weten hoe een
218. hotelkamer in elkaar zit. Dus op het moment dat je daar
219. een product maakt, dan weet je al dat het al bijna goed is.
220. En dat is hetzelfde in de, in de biotech. Dan weten we
221. ongeveer, van he, de toekomst is, zoveel procent dit,
222. zoveel procent dat. Dus je hebt er kennis van."
223. [R3]
224. I "Ja. Helder"
225. "Of dat denken wij dat we er kennis van hebben. We
226. denken." [R3]

267. "Dichterbij huis, meer exposure. En meer contact ook
268. met de, met de partijen." [R3]

Respondent 3 gaf in bovenstaand extract in verhaalvorm antwoord wat zijn meest rigoureuze strategische wijziging is en hoe deze overweging tot stand is gekomen. Respondent 3 gaf hier als antwoord op dat hij meer focus wilde aanbrengen in zijn portefeuille. Op de vraag hoe deze overweging tot stand is gekomen gaf respondent 3 aan dat dit mede op gevoel is gebaseerd. Dit extract is een deel van het antwoord waarin de respondent het gevoel tracht te duiden. De respondent geeft aan dat hij zijn gevoel baseert op de door hem opgedane kennis, meestal door opgedane ervaringen. Respondent 3 nuanceert zich zelf vervolgens door niet

te stellen dat zij de kennis hebben, maar denken de kennis hiervoor te hebben. Vervolgens in het interview (regel 267-268) geeft de respondent aan dat hun keuze is om dichterbij huis te beleggen. Om zo meer contact met partijen te hebben, om meer gevoel met de markt te houden. Ofschoon uit deze extracten niet letterlijk is op te maken dat hier sprake is van familiariteitsheuristiek, kan dit gezien het gehele interview wel geconcludeerd worden. Respondent 3 heeft een duidelijke keuze gemaakt om in een nabije geografische regio en hem bekende sectoren te beleggen, omdat hij vertrouwd is met deze markt enomdat hij naar zijn oordeel de hem te signaleren risico's beter kan inschatten.

6.4.2. Verliesaversie

Verliesaversie is gebaseerd op de vooruitzichttheorie van Kahneman (2011) en komt visueel tot uitdrukking in de nutscurve (Figuur 3.2.1.1). Om de verliesaversie waar te kunnen nemen is de respondenten gevraagd of zij moeite hebben om boekverlies te nemen. Opvallend is dat de twee vastgoedbeslissers die voor eigen vermogen beleggen, beide aangeven geen moeite te hebben met het nemen van boekverlies. Echter alle aangestelde vastgoedbeslissers gaven aan dat zij hier wel moeite mee hebben.

535. I "Hebben jullie moeite om boekverlies te nemen?"
536.
537. "Schrijven we net zo makkelijk af." [R3]
538. I "Ja?"
539. I "En waarom?"
540. "Ehhhh, dat is, dat is eh. Heel simpel te verklaren. Als ik
541. met <<naam>> in de spiegel staar, en dan kijken wij en dan
542. kijken wij naar onszelf. Dus of wij nou een miljoen meer
543. of minder verdienen, wij hebben geen aandeelhouders,
544. we hebben geen dividendbeleid, we hebben helemaal
545. geen beleid op dat gebied. Dus we hebben helemaal
546. geen druk om te zeggen van eh, daarom is ook eh. 80%
547. van onze panden zijn misschien al, sommigen zelfs tegen
548. kostprijs gewaardeerd. Dus eh, ja. Wij zijn ik. En dat is,
549. dat is denk ik ja. En dan kan je ook makkelijk zeggen van:
550. schrijf maar af." [R3]

Respondent 3 geeft hier aan dat hij geen enkele moeite heeft met het nemen van een eventueel boekverlies, omdat zij geen verantwoording aan haar aandeelhouders hoeft af te leggen, omdat hij zelf (één van de twee) aandeelhouders is. Hieruit kan geconcludeerd worden dat hier het concept verliesaversie niet waarneembaar is.

De vier respondenten, die gekwalificeerd zijn als aangestelde vastgoedbeslisser, gaven allen aan moeite te hebben met het nemen van een eventueel boekverlies. Exemplarisch is onderstaand extract

589. "Dat is voor familiebedrijven altijd wel een eh, een
590. discussie. Ehm." [R4]
591. I "Kunt u aangeven waarom dat een discussie is dan?"
592.
593. "Naja, omdat je direct met het geld werkt van degene
594. die naast je zit. En als jij natuurlijk een instituut bent of
595. een pensioenbelegger of wat dan ook. Dan ben je
596. natuurlijk altijd bezig met het geld van, van ja. Wat je
597. iedere maand krijg je zoveel kapitaaldruk van mensen die
598. de pensioen hebben herbelegd en ja dan, dan is de
599. afstand tussen degen denk voor wie je het doet en voor
600. wie je het koopt, is, is best groot. Hé, want als jij moet
601. beleggen voor een eh particulier of een pensioenfonds uit
602. Houston of uit weet-ik-het-waar, ja. Die mensen ken je
603. toch helemaal niet. Ik ken de mensen voor wie ik het doe.
604. En ik weet wat het eh, wat ze ervoor moeten doen om
605. het, om het vermogen zeg maar te houden of t te laten
606. groeien. Dus, ik weet ook wat het doet zeg maar op het
607. moment dat eh, dat er een afboeking moet worden
608. gehouden. Het is natuurlijk, kijk, heel veel dingen ehm.."
609. [R4]
610. I "Maar ik wil met name benieuwd: kunt u aangeven, wat
611. doet dat dan? Heeft de aandeelhouder daar moeite mee
612. of?"
613. "Naja" [R4]
614. I "Om het boekverlies te nemen?"
615. "Kijk op een gegeven moment als, als, als dat natuurlijk
616. tot realisatie komt en vaak zo lang het een
617. accountants-ding blijft, die heeft het taxatierapport. Die
618. moet iets afschrijven, dat is natuurlijk niet leuk, want je
619. hebt dan een minder indirect resultaat. Maar dingen
620. komen tot uitdrukking natuurlijk op het moment dat je het
621. verkoopt. Dan wordt het hard geld. Ja goed, en dan zo'n
622. familie voelt zich dan wel vaak armer worden. He, en dat,
623. dat, dat, ja dat doet altijd pijn. [R4]

In dit extract geeft respondent 4 aan dat zij moeite hebben om een boekverlies bij een eventuele verkoop te nemen. Respondent 4 geeft als argument aan dat bij eventuele verkoop het verlies pas tot uiting komt en de aandeelhouders niet geconfronteerd willen worden met het eventuele verlies.

De constatering uit het extract van respondent 4 is tegenstijdig met de constatering uit het extract van respondent 3. Immers respondent 3 geeft als vastgoedbeslisser en aandeelhouder aan dat hij geen moeite heeft met een boekverlies bij eventuele verkoop en respondent 4 geeft aan dat de aandeelhouders niet geconfronteerd willen worden met het verlies. Bij respondent 3 zou de kanttekening kunnen worden geplaatst dat hij wellicht niet een sociaal wenselijk antwoord geeft op de vraag.

237.b “Kijk, wij
238. hebben natuurlijk bepaalde doelstellingen afgesproken
239. met onze aandeelhouders.” [R4]

Echter respondent 4 geeft verder in het interview aan dat hij doelstellingen met zijn aandeelhouders heeft afgesproken en hier op wordt afgerekend. Mogelijk heeft dit met name invloed om niet tot verkoop over te gaan van objecten die een boekverlies geven.

6.4.3. Verankering en aanpassing

De heuristiek verankering en aanpassing wordt veroorzaakt omdat mensen zich traag aanpassen en vasthouden aan referenties uit het verleden (Kahneman, 2011). Verankering en aanpassing wordt in dit onderzoek gepositioneerd in algemene zin dat de te onderzoeken groep zich mogelijk traag aanpast. Opvallend is dat vijf van de zes respondenten in de interviews aangeven dat zij zich traag aanpassen. Het meest exemplarische is dat van respondent 5.

166.b I ”... Zijn jullie ooit
167. van strategie gewijzigd?

170. “Nee. Altijd hetzelfde geweest. Wat we nu wel zien he, want
171. eh, het eh vinden van een supermarktlocatie is bijzonder
172. moeilijk. De markt zit vol. Ehm, en eigenlijk is daar in de
173. jaren negentig is de aandeelhouder...” [R5]

In deze twee extracten geef respondent 5 aan dat zijn strategie om te beleggen in supermarktvastgoed nimmer is gewijzigd. Daarnaast gaf respondent 5, gelijk aan vier andere respondenten, aan dat zij enkel zeer geleidelijk in andere vastgoedsegmenten of landen in stapt om een portefeuille op te bouwen. Hieruit is af te leiden dat respondent 5 zich traag aanpast.

403. “Dat doen we sowieso al niet, maar inderdaad. Wij
404. zouden dat successievelijk doen. We pakken wel, we
405. proberen wel groot aan te pakken he, we gaan er wel eh,
406. met een stuk eh vertrouwen in. Maar we willen tussentijds
407. wel aan die knoppen kunnen draaien, mocht je strategie
408. niet kloppen dat je hem tijdig kunt bijstellen.”[R6]

In bovenstaand extract uit het interview met respondent 6 geeft de respondent antwoord op de vraag of hij rigoureus zou instappen in een nieuw voor hem onbekend vastgoedsegment of land. Respondent 6 geeft hiermee aan dat hij slechts successievelijk in een andere vastgoedsegment of land zal beleggen. Respondent 6 geeft aan dat zijn overweging voor deze aanpak is om gevoel en vertrouwen op te doen met de nieuwe categorie beleggingen. Door deze aanpak creëert de respondent voor zich zelf referentiepunten, waar de respondent aan refereert bij het maken van nieuwe beslissingen.

Hieruit is te concluderen dat de respondenten zich traag aanpassen en vasthouden aan (gecreëerde) referentiepunten.

6.4.4. Zelfoverschatting

Uit de interviews van de respondenten is in lijn met de verwachting waar te nemen dat de respondenten zich zelf overschatten. De respondenten geven aan dat zij juist als geen ander de kennis van de makt hebben en in sommige gevallen geven de respondenten zelfs aan dat zij de meeste kennis van de markt hebben.

Exemplarisch zijn de extracten uit het interview van respondent 3 en respondent 6.

208. I “En waar baseer je dat gevoel op?:”

209. “Nah, dat is de kennis. Dat is gewoon puur de kennis
210. van markt en toekomst.” [R3]

Respondent 3 geeft aan dat hij de vastgoedmarkt als geen ander kent alsmede de toekomstige ontwikkelingen van de markt. Hoewel de respondent hier niet letterlijk aangeeft dat hij zichzelf overschat, kan uit de woorden en toelichting opgemaakt worden dat deze respondent zich zelf overschat. Met name door de woorden “kennis van markt” gerelateerd aan de toekomstige verwachting duiden hierop.

71. “Omdat het rendement eh ontzettend interessant was.
472. Dus wij hebben gewoon onze portefeuille die we nu
473. opgebouwd hebben, hebben we een rendement van 6%
474. aangekocht zo'n beetje. Ja, dat kan vandaag niet meer,
475. en dat wist ik” [R6]

In dit extract geeft respondent 6 aan dat hij als geen ander wist welke ontwikkeling er in de markt plaats zou vinden. Hieruit is te concluderen dat Respondent 6 van mening is dat hij, voordat hij de desbetreffende portefeuille ging opbouwen, de toekomst kon voorspellen. Dit betekent dat bij de respondent enige mate van zelfoverschatting te herkennen is.

Uit de interviews is op te maken dat de respondenten in enige mate lijden aan zelfoverschatting. Dit is volledig in lijn met de verwachting en zoals in de literatuurstudie naar voren is gekomen. Immers Prast (2003) stelt dat het bestaansrecht van particulier ondernemerschap mogelijk bestaat bij de gratie van zelfoverschatting.

6.4.5. Mentaal Boekhouden

Mentaal boekhouden wordt in deze scriptie gepositioneerd in lijn met het door Prast (2004) omschreven concept, waarin beoordelingen niet integraal worden behandeld, maar enkel per deel of segment. Bij vijf van de zes respondenten is het concept mentaal boekhouden waargenomen, dit vanuit twee verschillende invalshoeken. Dat betekent dat het concept mentaal boekhouden voorkomt bij de onderzochte groep.

In dit onderzoek is gevraagd of overwegingen en beoordelingen door de vastgoedbeleggers integraal of per deel van de portefeuille plaats vinden. Vijf respondenten geven aan dat zij dit integraal trachten te doen, maar dat dit in de praktijk per deel plaats vindt. Als voornaamste reden wordt aangegeven dat de portefeuilles opgedeeld zijn in delen en beslissingen bijvoorbeeld mede noodzakelijk zijn voor de financiering die gekoppeld is aan het desbetreffende deel van de portefeuille. Eén respondent gaf aan dat zijn focus, mede gezien het gunstige rendement en de risico verhouding, op woningen ligt. Echter gezien het lage rendement van dit segment voldoet deze respondent niet aan de beoogde rendementsdoelstelling en daardoor tracht deze respondent het rendement te optimaliseren met een relatief hoog rendement en risico. Dit om alsnog te kunnen voldoen aan de doelstelling.

376. I “Ja. Maar bekijk je het dan vaak integraal, dus als hele
377. portefeuille of per deel?”
378. “Nee, per deel, per deel” [R2]

Dit extract geeft de verdiepingsvraag en het antwoord weer of de respondent beoordelingen integraal of per deelsegment uitvoert. Eerder in het interview gaf respondent 2 aan dat hij zijn portefeuille integraal tracht te beoordelen. Echter na het stellen van enkele verdiepingsvragen gaf de respondent aan dat dit per deel plaats vindt. De respondent geeft als argument dat zijn portefeuille in delen is opgesplitst en per deel is gefinancierd. Hierdoor voelt de respondent zich, mede gezien de afspraken met de financierder, genoodzaakt om zijn beoordelingen per deel te laten plaats vinden.

230.b “...kan je tuurlijk kantoren
231. tegen, tegen goede yields, hoge huren, kon je kopen.
232. Hetzelfde gold voor winkels en woningen waren eigenlijk
233. altijd eh tegen relatief lage yields he, 5% of 5,5% of 6%.
234. [R4]
235. I Dus dan werd kantoor gebruikt als yield-kikker als het
236. ware?
237. G Ja, maar zo in principe kijk je daar wel naar. Kijk, wij
238. hebben natuurlijk bepaalde doelstellingen afgesproken
239.a met onze aandeelhouders...[R4]

Respondent 4 geeft in dit extract aan dat hij onder andere in kantoren belegt, omdat hij enkel met woningen de beoogde rendementsdoelstelling niet haalt. Respondent 4 geeft hier aan dat hij relatief risicovolle beleggingen, zijnde kantoren, accepteert om het rendement van de relatief risico lage beleggingen, zijnde woningen, te compenseren. Als verklaring geeft de respondent aan dat hij de beoogde, en met de aandeelhouder afgesproken, doelstelling dient te behalen.

Prast (2004) stelt dat het afdekken van relatief hoge risico's met relatief lage risico's of vise versa een vorm is van mentaal boekhouden. Dit omdat volgens Prast rationeel bezien alles geïntegreerd zou moeten worden bezien en rekening gehouden dient te worden met de onderlinge samenhang, wat volgens Prast in de praktijk niet gebeurd. Deze waarneming is in lijn met de in de literatuur gevonden veronderstelling.

6.4.6. Representativiteitsheuristiek

Uit de theorie blijkt dat in het dagelijkse leven iedereen gebruik maakt van deze heuristiek. Deze stellingname is ook terug te zien in de gedane interviews. Bij alle respondenten zijn elementen van deze heuristiek waarnemen. Exemplarisch is onderstaand extract van respondent 5.

300. "Beetje afhankelijk, ehhmm, generiek doen wij het zelf.
301. Uit publicaties vandaan, uit ondernemerschap. En kijken
302. wat er in de markt gebeurt en omdat wij met woningbouw
303. natuurlijk gewoon bezig zijn ehh hebben we dat ook wel
304. goed in beeld." [R5]

Respondent 5 geeft hier antwoord of zij ter bepaling van haar strategie of bij het maken van strategische overwegingen marktonderzoek (laten) doen. De respondent geeft aan dat zij zelf marktonderzoek doen, maar voornamelijk acteren op basis van eigen kennis, waarnemingen en opgedane ervaringen. Hieruit is op te maken dat deze respondent gebruik maakt van de representativiteitsheuristiek, immers de respondent tracht een totaal oordeel te geven over de markt, waar hij zijn strategie op bepaald, door zijn eigen waarnemingen. Deze waarneming is in lijn der verwachting, omdat dit een bevestiging is van de vooraf geformeerde veronderstelling.

6.4.7. Beschikbaarheidsheuristiek

Dit topic komt niet uit het door de onderzoeker opgestelde conceptueel model en is gedurende de inductieve fase van de analyse opgesteld. In het theoretisch kader wordt de beschikbaarheidsheuristiek geduid als overwegingen die tot stand komen naar aanleiding van opgedane ervaringen en herinneringen. Bij twee respondenten is de beschikbaarheidsheuristiek waarneembaar.

205.b "...En
206. het is ook zo, ik heb veel deelnames gedaan, met eh, met
207. anderen. En dat wil ik ook af gaan bouwen. Want daar
208. heb ik eh, in de crisistijd wel wat met bepaalde mensen
209. heb ik daar eh, heb ik daar eh veel eh gedoe mee gehad,
210. in die zin dat als je niet allebei even sterk bent, dan eh,
211. dan zie je gewoon dat het in eh lastige tijden dat eh. In
212. vastgoed is er in 't verleden natuurlijk veel geld verdient..." [R2]

Dit extract is afkomstig uit de strategieverklaring die respondent 2 in verhaalvorm weergaf. De respondent gaf aan dat deel uit maakt van zijn strategie om de aantal samenwerkingen met verschillende partners te verkleinen. De respondent geeft ook zijn overweging weer, die voortkomt uit negatieve ervaringen uit het verleden. De respondent geeft namelijk aan dat in lastigere tijden is gebleken dat de samenwerkingen niet meer evenwichtig bleken te zijn. De overweging van respondent 2 om het aantal samenwerkingen te verkleinen komt voort uit de negatieve ervaringen en daarom maakt respondent 2 gebruik van de beschikbaarheidsheuristiek.

529. "En dat hebben we ook in Duitsland. Duitsland hebben
530.a we exact hetzelfde gezien..." [R6]

In dit extract van respondent 6 geeft de respondent aan waarom hij zijn strategie heeft aangepast om in de Nederlandse woningmarkt te gaan beleggen. De respondent geeft als voornaamste reden op dat hij een gelijke waarneming heeft geconstateerd op de Duitse markt. Hieruit kan geconcludeerd worden dat ook respondent 6 gebruik maakt van de beschikbaarheidsheuristiek.

6.4.8. Anomalie: Kuddegedrag

Gelijk aan het vorige topic is dit topic gevormd gedurende de inductieve fase van de analyse. Opvallend is dat vier van de zes respondenten aangaven dat zij de anomalie kuddegedrag, in de markt waar zij in actief zijn, waarnemen. Prast (2003) omschrijft de anomalie kuddegedrag als het nadoen van elkaar, door bijvoorbeeld te sterke reactie op positief nieuws. Het kenmerk van de anomalie kuddegedrag is dat er een sterk positieve reactie is op goed nieuws, wat uiteindelijk gevolgd wordt door een negatieve overreactie op slecht nieuws (Prast, 2003). Onderstaand twee exemplarische extracten.

12.b "...wij zijn gewoon
13. kuddevolk. We gaan nu allemaal kopen, he, en morgen
14. gaan we weer allemaal verkopen..." [R3]

Dit extract is afkomstig uit het antwoord wat respondent 3 gaf op de vraag of hij zijn strategie afstemt op de strategie van collega beleggers.

336.b "...wat ik
337. constateer is dat iedereen maar achter elkaar aanpappen
338. gaat en wat roept en wat schreeuwt. En dat begint dan op
339.a een of andere manier de waarheid te worden..." [R5]

Dit extract maakt deel uit van het antwoord dat respondent 5 gaf op de vraag of de respondent bekend is met de strategie van zijn collega beleggers.. Uit beide extracten is op te maken dat deze respondenten de anomalie kuddegedrag waarnemen.

7. Conclusie, reflectie en aanbevelingen

Deze scriptie betreft een verkennend onderzoek naar elementen van de Moderne Financiële Theorie en concepten van de Behavioral Finance bij professionele vermogende Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers. Allereerst wordt in dit hoofdstuk, door antwoord te geven op de centrale vraag, de conclusie behandeld. Vervolgens wordt er gereflecteerd op het onderzoeksproces en tenslotte worden er suggesties en aanbevelingen gedaan.

7.1. Conclusie

De centrale vraag luidt: In hoeverre liggen elementen uit de Moderne Financiële Theorie en/of psychologische concepten uit de Behavioral Finance ten grondslag aan de strategie van professionele vermogende particuliere Nederlandse beleggers in direct vastgoed? Gesteund door het theoretisch kader en de resultaten van het empirisch onderzoek kan geconcludeerd worden dat er elementen en concepten ten grondslag liggen aan de strategische overwegingen van de onderzochte vastgoedbeleggers.

Het belangrijkste element van de Moderne Financiële Theorie dat door de vastgoedbeleggers wordt aangehangen, is dat men tracht het risico van de beleggingsportefeuille te reduceren door het toepassen van spreiding op verschillende mogelijke wijzen. Diversificatie is de basis van de Moderne Financiële Theorie. Echter de voornaamste veronderstelling van de Moderne Financiële theorie, de efficiënte markthypothese, wordt door de vastgoedbeleggers geheel niet onderschreven. Uit de resultaten blijkt dat zij acteren in een niet efficiënt werkende markt. De beleggers trachten het maximale rendement na te streven, echter zij handelen niet volledig egoïstisch en zijn daardoor niet volledig rationeel. De beleggers geven namelijk aan dat ook andere factoren invloed hebben op hun overwegingen, zoals *het elkaar gunnen* of *reciprociteit*. In lijn met de Moderne Financiële Theorie is te concluderen dat de vastgoedbeleggers risico avers zijn. Echter neemt deze aversie af als zij bekend zijn met het risico, wat duidt op de familiariteitsheuristiek.

Inclusief de familiariteitsheuristiek zijn in dit onderzoek zeven concepten uit de Behavioral Finance waargenomen die invloed hebben op de handelswijze en de strategie van de onderzochte vastgoedbeleggers. De beleggers acteren over het algemeen in een markt waar zij zich veilig en vertrouwd voelen en waar zij de aanwezige risico's goed kunnen inschatten. Dit duidt op de familiariteitsheuristiek. De verliesaversie is getracht te signaleren om na te gaan of beleggers moeite hebben met het nemen van boekverlies. Over het algemeen is de verliesaversie waarneembaar, echter niet te concluderen is dat dit komt door emotioneel handelen. Immers enkel de aangestelde vastgoedbeslisser geeft aan hier moeite mee te hebben, wat mogelijk wordt veroorzaakt omdat zij worden afgerekend op een verlies. De vastgoedbeleggers passen hun strategie over het algemeen traag aan, wat duidt op de heuristiek verankering en aanpassing. Door diverse toelichtingen van de beleggers is op te maken dat zij lijden aan enige vorm van zelfoverschatting. Mede door invloeden van derden, waaronder financierders, beoordelen de beleggers hun portefeuille per deelproblematiek in plaats van integraal, wat duidt op mentaal boekhouden. Doordat de beleggers voornamelijk acteren en hun strategie bepalen op basis van hun eigen kennis en waarnemingen, maken zij gebruik van de representativiteitsheuristiek. Beperkt waargenomen is de beschikbaarheidsheuristiek. De waargenomen concepten kunnen leiden tot afwijkingen in de markt, anomalieën. Opvallend is dat de meerderheid van de vastgoedbeleggers de anomalie kuddegedrag waarneemt.

Ofschoon strategie in dit onderzoek als spreekwoordelijke kapstok is gebruikt, geeft deze pijler wel interessante informatie over de onderzochte groep. De vastgoedbeleggers blijken over het algemeen geen beknopte en pakkende strategieverklaring voor handen te hebben en bij voorkeur niet uitgesproken naar buiten te treden. Opvallend is dat de strategie van de onderzochte groep beleggers mede wordt bepaald door de structuur en identiteit van de managementorganisatie en met het oog op de volgende generatie aandeelhouder(s), die mogelijk actief zouden kunnen worden in het management. De vastgoedbeleggers geven aan gemakkelijk af te wijken van de vastgestelde strategie en erkennen dat emotie hier invloed op heeft.

Op de vraag wat de relatie is tussen de Moderne Financiële Theorie en Behavioral Finance gezien de resultaten van dit onderzoek, is dat deze theorieën elkaar niet uitsluiten. Wel is te concluderen dat niet uitsluitend de Moderne Financiële Theorie van invloed is op de strategie van de vastgoedbeleggers. Omdat de onderzochte vastgoedbeleggers gebruik maken van vuistregels en vooroordelen handelen zij niet volledig rationeel. Er kan echter geen oordeel geveild worden of dit goed of fout is. De mens onderscheidt zich door zijn rationele denkvermogen, wat nou eenmaal relatief is. Niet voor niets is de filosofische vraag of een mens in staat is puur rationeel te handelen uitputtend te beantwoorden. Dat men zich er bewust van is dat zijn overwegingen niet enkel rationeel zijn, geeft veel inzicht in de handelswijze. Uit de resultaten van dit onderzoek is gebleken dat ofschoon de vastgoedbeleggers rationaliteit bij hun overwegingen nastreven, zij zich er terdege van bewust zijn dat vele besluiten worden beïnvloed door emotie.

7.2. Reflectie

Dit verkennend onderzoek had als doel om aan te tonen of er concepten of elementen waarneembaar waren bij vermogende particuliere vastgoedbeleggers, teneinde inzicht te krijgen in de vraag of en in hoeverre deze groep rationeel of irrationeel handelt. Het doel van het onderzoek was niet om de mate van rationaliteit en irrationaliteit te meten, maar om inzicht te verkrijgen in de onderzochte groep.

In het theoretisch kader zijn de Moderne Financiële Theorie en Behavioral Finance behandeld en zijn er elementen en concepten gekozen. Als spreekwoordelijke kapstok voor dit onderzoek is de invalshoek strategie gebruikt. In het theoretisch kader heeft de onderzoeker het type vastgoed (direct vastgoed) afgebakend. Wellicht had het gebruik van een andere spreekwoordelijke kapstok, afbakening van type vastgoed en de keuze voor andere elementen of concepten andere inzichten gegeven.

In dit onderzoek is gekozen voor een kwalitatieve onderzoeksmethode door middel van interviews met beslissers bij vermogende particuliere vastgoedbeleggers. Bij kwalitatief onderzoek heeft de onderzoeker een zeer grote rol bij, en invloed op het onderzoek. In dit onderzoek heeft de onderzoeker als enige de regie in handen. Doordat er semigestructureerde interviews zijn afgenomen is niet elk interview hetzelfde. Dit gaf de respondenten wel de ruimte om gedurende het interview andere onderwerpen in te brengen. Deze ingebrachte onderwerpen waren zonder het houden van interviews wellicht niet naar voren gekomen, maar waren wel relevant voor de resultaten van dit onderzoek. Door de kwalitatieve insteek van het onderzoek vindt de interpretatie op meerdere punten plaats. Deze punten zijn onder andere naar voren gekomen bij het afnemen van de interviews en gedurende de analyse en de interpretatie van de resultaten. Deze interpretatie op meerdere punten doet afbreuk aan de betrouwbaarheid van het onderzoek en verkleind de kans op gelijke resultaten bij herhaling van dit onderzoek.

Het is de vraag of de vergaarde data volledig representatief is. Bij representativiteit gaat het erom of de getrokken streekproef representatief is voor de gehele populatie waarover uitspraken worden gedaan (Boeije, 2014). Uitgaande van representativiteit zouden de onderzoeksresultaten moeten gelden voor alle professionele vermogende Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers. In dit onderzoek is een zeer heterogene groep bevraagd, een beperkt aantal respondenten geïnterviewd en zijn de respondenten op basis van sneeuwbalsteekproeftrekking geselecteerd. Hierdoor is het niet aannemelijk dat de resultaten representatief zijn voor alle vermogende Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers. Doordat de resultaten niet generaliseerbaar zijn is de externe validiteit als laag aan te merken. De resultaten kunnen wel worden gezien als een verkenning voor de onderzochte groep, wat past bij het explorerende karakter van dit onderzoek.

Om de bereidwilligheid van de respondenten te verhogen en kwalitatief goede data te verkrijgen is de respondenten volledige anonimiteit gegarandeerd. Doordat de selectie op basis van sneeuwbalsteekproeftrekking heeft plaats gevonden is het aannemelijk dat de respondenten elkaar kennen. Om de bereidwilligheid te vergroten mochten de respondenten de keuze maken waar het interview plaats zou vinden. Bij één respondent (respondent 5) zorgde de aanwezigheid van een secretaresse voor ruis tijdens

het interview, waardoor transcriptie van enkele zinnen is mislukt. Bij een volgende keer zou ik er voor zorgen dat er geen ruis bij de opname kan ontstaan.

Om de psychologische concepten waar te nemen is in het interview gevraagd naar de eigen overwegingen en gedragingen van de respondenten. De verkregen data is zelfbeschouwend, omdat de respondenten hun eigen overwegingen en gedragingen presenteren. Hierdoor zou de verkregen data niet volledig objectief kunnen zijn. Het zou namelijk goed mogelijk zijn dat de eigen perceptie van de respondenten van haar overwegingen en gedragingen afwijkt van het daadwerkelijke gedrag. Hierdoor kan het mogelijk zijn dat de gegeven antwoorden niet betrouwbaar zijn. Door de onderzoeker is getracht dit te filteren door kritisch met de data om te gaan. Echter dit is het spanningsveld omdat de onderzoeker als enige de regie volledig in handen heeft gehad en daardoor beperkt objectief is. Om de betrouwbaarheid van de data te verhogen zou bij vervolg onderzoek er voor gekozen kunnen worden dat andere betrokkenen de verzamelde data ook beoordelen. Gezien de beperkingen van dit onderzoek is dit niet mogelijk geweest.

Ten aanzien van de validiteit dient de vraag gesteld te worden of het instrument op de juiste wijze is gebruikt, om te meten wat de onderzoeker wenst te meten. Bijvoorbeeld ten aanzien van het Behavioral concept verankering en aanpassing. Om het concept verankering en aanpassing op een zo valide wijze te meten, is één interview per respondent niet voldoende. Immers één interview geeft slechts een moment opname weer. De validiteit zou verhoogd kunnen worden door het houden van meerdere interviews, de resultaten vanuit verschillende contexten te beoordelen en experts een oordeel te laten geven over de resultaten.

Bij een eventueel vervolg- of herhaalonderzoek is het goed van te voren met deze opgedane ervaringen de onderzoeksopzet te toetsen.

Ondanks alle genoemde discussiepunten is de onderzoeker van mening dat dit onderzoek, gezien het theoretisch kader en de kwalitatieve onderzoeksmethode, waardevolle nieuwe inzichten heeft gegeven over hoe de onderzochte groep beleggers handelt.

7.3. Aanbevelingen

Op basis van de reflectie en de conclusie van dit onderzoek worden in deze paragraaf enkele suggesties gedaan voor vervolgonderzoek naar vermogende particuliere vastgoedbellegers en overige suggesties. Ofschoon de resultaten van dit onderzoek inzicht geeft op de onderzochte groep en hun overwegingen, zijn er ook meer vragen naar voren gekomen.

Uit de literatuurstudie is gebleken dat het onduidelijk is hoe groot en wat de samenstelling is van de groep vermogende particuliere vastgoedbeleggers en welke invloed zij hebben op de vastgoedbeleggingsmarkt. In dit onderzoek zijn slechts zes respondenten onderzocht. Alle respondenten zijn eenmalig geïnterviewd en op basis van deze informatie zijn uitspraken gedaan over de groep vermogende particuliere vastgoedbeleggers. Enkele suggesties voor vervolgonderzoek zijn het in kaart brengen van het volume en de samenstelling van de onderzochte groep vermogende particuliere vastgoedbeleggers en welke invloed zij hebben op de vastgoedbelegginsmarkt. Om meer generaliseerbare en beter onderbouwde uitspraken te kunnen doen over deze groep is het interessant om uitgebreider vervolgonderzoek te doen met een onderzoeksteam, waarbij naast het houden van meerdere gesprekken met een grotere steekproef, waarnemingen van direct betrokkenen van de respondenten als data meegenomen worden en daarnaast de gedragingen van de respondenten te observeren. Daarnaast is het interessant om onderzoek te doen waarbij de onderzochte groep vermogende particuliere vastgoedbeleggers in perspectief wordt geplaatst met bijvoorbeeld de institutionele vastgoedbeleggers. Hiermee kan nog meer inzicht verkregen worden over deze groep en haar handelswijze.

Binnen dit onderzoek is één element uit de Moderne Financiële Theorie en zijn zeven concepten uit de Behavioral Finance waargenomen. De respondenten waren niet op de hoogte van het doel van dit onderzoek. Een suggestie voor vervolgonderzoek is om de respondenten bewust te maken van deze twee stromingen en

te onderzoeken of men zijn gedragingen aanpast. Daarnaast zouden er verdiepingsslagen gemaakt kunnen worden per element of concept.

Doordat strategie als spreekwoordelijke kapstok is gebruikt, is gebleken dat de onderzochte groep moeite heeft met een goede strategieverklaring. Een suggestie is om te onderzoeken waarom deze groep beleggers hier moeite mee heeft en of deze groep gebaat is bij een eventueel hulpmiddel. Daarnaast is gebleken dat de onderzochte groep de volgende generatie van invloed laat zijn op hun strategiekeuze. Mogelijk komt dit omdat deze ondernemingen veelal familiebedrijven zijn. Een suggestie is om onderzoek te doen op welke wijze dit invloed heeft op de strategie en de onderzochte groep te bekijken vanuit het perspectief van het familiebedrijf.

Uit dit onderzoek is gebleken dat naast het volledig rationeel handelen, wat de Moderne Financiële Theorie verondersteld, emotie een behoorlijke invloed heeft op de handelswijze van vermogende particuliere vastgoedbeleggers. De Behavioral Finance geeft inzichten en mogelijke verklaringen waarom men niet volledig rationeel handelt. Ten slotte een suggestie aan alle onderwijsinstituten, waaronder de Amsterdam School of Real Estate, om gedurende opleidingen meer aandacht te besteden aan de Behavioral Finance. Er wordt hieraan relatief weinig aandacht besteed in vergelijking tot de Moderne Financiële Theorie. Zelf ben ik namelijk van mening dat als wij (de invloed van) onze emotie kennen en begrijpen, wij rationeler en verstandiger kunnen handelen.

Bibliografie

Amlal, M. (2012). *Masterscriptie: Remapping the strategic mind-set of real estate investment companies.* Amsterdam: ASRE.

Ansoff, H. (1966). *Corporate Strategy.* New York: McGraw-Hill Inc. .

Aspara, J., Chakravarti, A., & Hoffmann, A. (2015). *Focal versus Background Goals in Consumer Financial Decision-Making:.* Maastricht: Maastricht University.

ASRE. (2013). *Basissyllabus Methoden en technieken module I.* Amsterdam: ASRE.

Baarda, B. (2014). *Dit is onderzoek!* Groningen: Noordhoff Uitgevers.

Baarda, D., Goede, M. d., & Kalmijn, M. (2000). *Enquêteren en gestructureerd interviewen.* Groningen/Houten: Wolters-Noordhoff.

Baarda, D., Goede, M. d., & Teunissen, J. (2013). *Basisboek Kwalitatief Onderzoek.* Groningen/Houten: Wolters-Noordhoff.

Boeije, H. (2014). *Analyseren in kwalitatief onderzoek: denken en doen.* Den Haag: Boom Lemma uitgevers.

Brohm, R., & Janssen, W. (2011). *Kwalitatief onderzoeken.* Delft: Eburon.

Bryman, A. (2012). *Social research methods (4rd ed).* Oxford: Oxford University Press.

CBS. (2014, januari 16). *Beleggingen institutionele beleggers 1,8 biljoen euro.* Opgehaald van Website van het Centraal Bureau voor de Statistiek: http://www.cbs.nl/NR/rdonlyres/5C14F2D2-71E5-403F-AC67-7DF87D06722E/0/2014Beleggingeninstitutionelebeleggersart.pdf

CBS. (2015, december 30). *Institutionele beleggers*. Opgehaald van Website van het Centraal Bureau voor de Statistiek: http://www.cbs.nl/nl-NL/menu/themas/financiele-zakelijke-diensten/methoden/dataverzameling/korte-onderzoeksbeschrijvingen/institutionele-beleggers-methode.htm

Chandler, A. (1962). *Strategy and Structure: Chapters in the History of American Industrial Enterprise.* Cambrigde: MIT Press.

Collis, D., & Rukstad, M. (2008). Can you say what is your strategy is? *Harvard Business Review*, 82-90.

Cuppen, J. (2011). *Masterscriptie: Private en institutionele beleggers samen in één privaat vastgoedfonds? Een verkennend onderzoek naar de mogelijkheden tot het structureren van één privaat vastgoedfonds voor zowel private als institutionele beleggers.* Amsterdam: ASRE.

Debels, T. (2006). *Behavioral Finance: Motivatiepsychologie van de belegger.* Apeldoorn: Garant Uitgevers.

DTZ Zadelhoff . (2015). *Vastgoedvisierapport: Vervagende grenzen, duidelijke contouren.* Amsterdam: DTZ Zadelhoff.

Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2*, 383-417.

Geltner, D., Miller, N., Clayton, J., & Eichholtz, P. (2014). *Commercial Real Estate Analysis and Investments.* Mason: OnCourse Learning.

Genesove, D., & Mayer, C. (1994, September). Equity and Time to Sale in the Real Estate Market. *NBER Working Paper No. 4861*.

Genesove, D., & Mayer, C. (2001). Loss Aversion and Seller Behavior: Evidence from the Housing Market. *The Quarterly Journal of Economics*, 1233-1260.

Gerritsen, S. (2009). *Schrijfgids voor economen.* Bussem: Coutinho.

Glaser, B., & Strauss, A. (1967). *The discovery of grounded theory: strategies for qualitative research.* Chicago: Aldine.

Gool, P. v., Jager, P., Weisz, R., & Theebe, M. (2013). *Onroerend goed als belegging.* Groningen/Houten: Noordhoff Uitgevers.

Hendriks, C., & Anhamm, C. (2003). *Vastgoedbeleggingen deel A.* Deventer: Kluwer.

Hendriks, C., & Muller, F. (2004). *Vastgoedbeleggingen deel B.* Deventer: Kluwer.

ING; Nyenrode. (2014). *Het financieringsbeleid van Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers in 2014.* Amsterdam: ING Real Estate Finance.

JLL. (2008). *De particuliere beleggingsmarkt 2008: Het vastgoedbeleggingsbeleid van de Nederlandse professionele particuliere beleggers.* Amsterdam: JLL.

JLL. (2010). *Dutch Capital Markets Bulletin 2010: Private Investors.* Amsterdam: JLL.

JLL. (2011). *Institutionele beleggers en vastgoedfondsen.* Amsterdam: JLL.

JLL. (2013). *Dutch Capital Markets Bulletin 2013: Nieuwe kopers, nieuwe mogelijkheden.* Amsterdam: JLL.

Johnson, G., & Scholes, K. (2002). *Exploring Corporate Strategy.* Londen: Prentice Press.

Kahneman, D. (2011). *Ons feilbare denken, Thinking fast and slow.* Amsterdam: Uitgeverij Business Contact.

Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory, an analysis of decision under risk. *Econometrica, vol. 47, nr. 2*, 263-292.

Kousemaeker, F., & Agt, M. v. (2007). *Praktijkaspecten vastgoed.* Groningen/Houten: Wolters Noordhoff.

Levitt, T. (1960). Marketing Myopia. *Harvard Business Review*, ?-?

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

Marquard, A., & van der Post, W. (januari 2012). *Basissyllabus Module I: Inleiding Marktanalyse (Marktanalyse voorjaar 2013).* Amsterdam : ASRE.

Mintzberg, H., Ahlstrand, B., & Lampel, J. (2009). *Strategie Safari: uwcomplete gids door de jungle van strategisch management.* Amsterdam: Pearson Education.

Niftrik, J. v. (2014). *Masterscriptie: Gedragseconomie en de complexgewijze verkoop van corporatiewoningen.* Amsterdam: ASRE.

Porter, M. (1996). What is Strategy? *Harvard Business Review, volume 74, no. 6*, 61-78.

Prast, H. (2003). *Gedragseconomie: De rol van psychologie op financiële markten.* Amsterdam: De Nederlandsche Bank.

Prast, H. (2004). *Psychology in financial markets: An introduction to behavioural finance.* Amsterdam: NIBE-SVV.

Prast, H. (2006). Emotie-economie : De mythe van de persoonlijke financiele planning. *Tijdschrift voor Politieke Ekonomie, Vol. 27, No. 2*, pp. 4-25.

Schols, I. (2013). *Masterscriptie: Particuliere vastgoedbeleggers in Nederland, een onderzoek naar de rationaliteit bij portefeuillestrategieën van particuliere vastgoedbeleggers.* Groningen: RUG.

Seiler, M., & Seiler, V. (2010, june). Mitigating Investor Risk Seeking Behavior in a Down Real Estate Market. *Journal of Behavioral Finance 11:3*, pp. 161-167.

Seiler, M., Seiler, V., & Lane, M. (2012). Mental Accounting and False Reference Points in Real Estate Investment Decision Making. *Journal of Behavioral Finance 13:1*, pp. 17-26.

Teuben, B. (2011). Beleggingsmarkt Nederland groter dan gedacht. *Vastgoedmarkt, vol. september 2011*, 9-11.

Treacy, M., & Wiersema, F. (2001). *The Discipline of Market Leaders.* Londen: Harper Collins Publishers.

Veldman, H. (2015). *Strategie en Mangement.* Groningen/Houten: Noordhoff Uitgevers.

Verschuren, P., & Doorewaard, J. (2007). *Het ontwerpen van een onderzoek.* Utrecht: Uitgeverij Lemma.

Westerink, J. (2011). *Masterscriptie: Leegstand & Behavioral Finance.* Amsterdam: ASRE.

Wieser, L. (2013). *Masterscriptie: De internationale vastgoedbeleggingsmarkt: Is de verhouding tussen de particuliere en institutionele beleggers op de vastgoedmarkt van invloed op het marktgedrag?* Groningen: RUG.

Bijlagen

Bijlage 1: Verantwoording instrument interview

Verantwoording instrument interview

Onderdeel van:
MSRE scriptie
Amsterdam School of Real Estate
K.J. (Klaas Jonathan) Bals

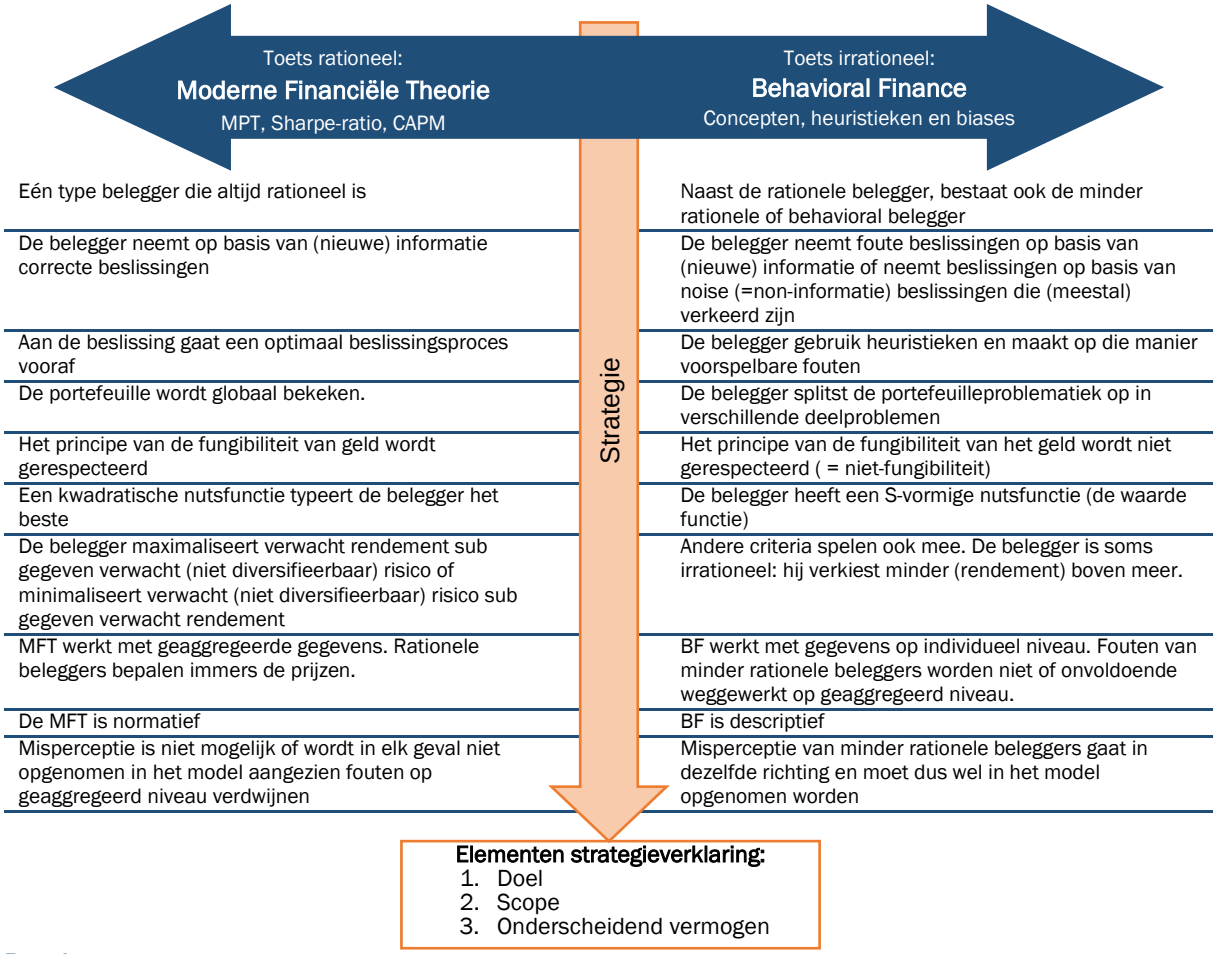
Type onderzoek	:	Kwalitatief verkennend onderzoek met toetsende elementen
Onderzoeksterrein	:	Professionele vermogende Nederlandse particuliere beleggers in vastgoed
Selectie deelnemers	:	Opportunistische steekproeftrekking met verantwoording achteraf
Deelnemers	:	Zes vastgoedbeslissers
Instrument data verzameling	:	Semigestructureerd kwalitatief face-to-face interviews
Data analyse	:	Gefundeerde theoriebenadering met behulp van het softwarepakket voor kwalitatieve-analyse QSR NVivo

Inhoud

Inhoud 2
Conceptueel model 2
Deelnemers 2
Interview 3
Interviewvragen 3
Conceptueel model toegespitst op het interview 4
Interviewvragen inclusief onderbouwing en mogelijke elementen/concepten 4
Introductiebrief/-mail 7

Conceptueel model

Bestaande uit 3 pijlers (1) Strategie (als kapstok) en toetsing (2) elementen MFT en (3) concepten BF.



Deelnemers

<<geanonimiseerd>>

Interview

Interviewvragen

1. **Algemene inventarisatievragen geïnterviewde:**
    a. Typering belegger?
    b. Naam geïnterviewde?
    c. Wat is uw werkervaring?
    d. Wat is uw functie?
    e. Bent u (indirect) (mede)aandeelhouder?
    f. Volume portefeuille?
    g. Samenstelling portefeuille?
    h. Geografisch
        i. Landen (buiten Nederland)
        ii. Provincies (Nederland
        iii. Specifieke steden
    i. Financieringsstructuur? LTV?
    j. Hoe zou u uw managementorganisatie omschrijven?
    k. Hoeveel FTE's heeft uw managementorganisatie op de pay rol staan?

2. **Kun u mij vertellen wat uw (portefeuille)strategie is?**

3. **Op welke wijze maakt u uw strategie (intern en extern) kenbaar?**

4. **Hoe komt uw strategie tot stand?**
    a. Wanneer heroverweegt u uw strategie en op welke wijze stelt u uw strategie vast?
    b. Kunt u ter verduidelijking aangeven wat uw laatste rigoureuze strategie verandering was en wanneer en waarom deze heeft plaats gevonden?

5. **Kunt u mij vertellen welke rol marktonderzoek speelt bij het vaststellen of heroverwegen van uw strategie?**
    a. Voert u marktonderzoek zelf uit? Of laat u extern marktonderzoek doen?
    b. Of baseert u het op eigen waarnemingen en/of (algemeen) beschikbare informatie?

6. **Kunt u mij verstellen welke rol collega beleggers spelen bij uw strategievorming?**

7. **Op welke wijze analyseert u uw portefeuille?**
    a. Hoe vaak?
    b. Integraal, per object, per segment?

8. **Waarom belegt u specifiek in de voornoemde geografische regio en segment?**

9. **Kunt u mij vertellen hoe u buy/hold/sell analyses uitvoert?**
    a. Zo ja, zijn deze op theorieën gefundeerd of zit hier veel emotie bij?
    b. Wijkt u weleens af van uw buy/hold/sell analyses uit?
        i. Waarom?
        ii. Hoe komt het besluit dan tot stand?
        iii. Laat u uw boekwinst/boekverlies afhangen bij een eventuele verkoop? Waarom?

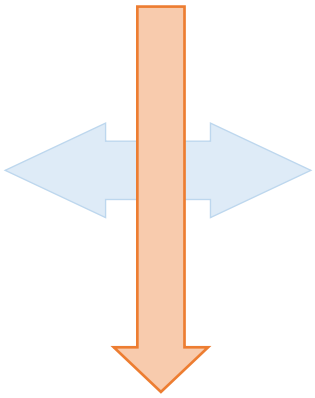
10. **Kunt u mij vertellen over de invloed van uw aan en verkopen op uw strategie?**
    a. Toetst u uw aan- en verkopen op uw strategie?
    b. Wijkt u weleens af van uw strategie bij een eventuele aan- of verkoop?
    c. Waarom?
    d. Hoe komt het besluit dan tot stand?

Conceptueel model toegespitst op het interview

Elementen MFT

(1) Efficiënte markthypothese
(2) Relatie tussen:
- Rendement
- Risico
- Samenhang/spreiding

(3) Volledig rationeel
(4) Volledig egoïstisch
(5) Risico avers
(6) Maximaal rendement



Concepten BF

(1) Verliesaversie
(2) Mentaal boekhouden
(3) Framing
(4) Verankering en aanpassing
(5) Cognitieve dissonantie
(6) Representativiteitsheuristiek
(7) Beschikbaarheidsheuristiek
(8) Status quo bias
(9) Conservatisme
(10) Spijtaversie
(11) Zelfoverschatting
(12) Bevooroordeelde zelf-attributie
(13) Geloof volharding
(14) Bevestigde vooringenomenheid
(15) Optimistische bias
(16) Familiariteitsheuristiek
(17) Rampbijziendheid

Strategieverklaring

(1) 3 elementen:
- doel
- scope
- onderscheidend vermogen

(2) Kenbaar maken van de strategie(verklaring)

Interviewvragen inclusief onderbouwing en mogelijke elementen/concepten

1. **Algemene inventarisatievragen geïnterviewde:**
   a. Typering belegger?
   b. Naam geïnterviewde?
   c. Wat is uw werkervaring?
   d. Wat is uw functie?
   e. Bent u (indirect) (mede)aandeelhouder?
   f. Volume portefeuille?
   g. Samenstelling portefeuille?
   h. Geografisch
      i. Landen (buiten Nederland)
      ii. Provincies (Nederland
      iii. Specifieke steden
   i. Financieringsstructuur? LTV?
   j. Hoe zou u uw managementorganisatie omschrijven?
   k. Hoeveel FTE's heeft uw managementorganisatie op de pay rol staan?

   Overweging van de vraag:
   Deze vragen worden gesteld, zodat de antwoorden van de geïnterviewde mogelijk geplaatst kunnen worden in de context van de geïnterviewde. Daarnaast kan mogelijk een relatie gelegd worden tussen bijvoorbeeld: portefeuillevolume of FTE's met de voortkomende elementen uit de MFT of concepten uit de BF.

2. **Kun u mij vertellen wat uw (portefeuille)strategie is?**

   Overweging van de vraag:
   Strategie
   Dit betreft de inleidende vraag (kapstok). Het antwoord zal bestudeerd worden of de strategieverklaring de 3 elementen van strategie omvat

3. **Op welke wijze maakt u uw strategie (intern en extern) kenbaar?**

   Overweging van de vraag:
   Strategie
   Zoals in de theorie onderbouwd volgen wij structuur volgt strategie. Daarnaast is het hebben van een goede strategieverklaring een eerste stap, enkel deze moet gemakkelijk overdraagbaar zijn en

overgedragen worden. Het antwoord wordt bestudeerd of strategie kenbaar wordt gemaakt en op welke wijze.

4. **Hoe komt uw strategie tot stand?**
    a. Wanneer heroverweegt u uw strategie en op welke wijze stelt u uw strategie vast?
    b. Kunt u ter verduidelijking aangeven wat uw laatste rigoureuze strategie verandering was en wanneer en waarom deze heeft plaats gevonden?

Overweging van de vraag:
Verwacht wordt dat beleggers haar strategie bepalen in besloten kring en op eigen ervaringen en niet in lijn met MFT.
BF
Mogelijk kunnen symptomen van onderstaande concepten worden waargenomen.

Concept	Toelichting
Verankering & aanpassing	Men past zich traag aan. Men baseert zich veelal op informatie op het verleden. Mogelijk informatie vinden dat strategie laat wordt vastgesteld en laat wordt heroverwogen. Voorbeeld: G: “Wij beleggen al jaren in woningen en ongeacht de marktomstandigheden blijven wij hier in beleggen”

5. **Kunt u mij vertellen welke rol marktonderzoek speelt bij het vaststellen of heroverwegen van uw strategie?**
    a. Voert u marktonderzoek zelf uit? Of laat u extern marktonderzoek doen?
    b. Of baseert u het op eigen waarnemingen en/of (algemeen) beschikbare informatie?

Overweging van de vraag:
Verwacht wordt dat men geen marktonderzoek doet, maar zich enkel baseert op eigen waarnemingen, opinie.

BF
Mogelijk kunnen symptomen van onderstaande concepten worden waargenomen.

Concept	Toelichting
Representativiteitsheuristiek	Voorbeeld: G: “wij baseren dit op onze eigen waarnemen en gesprekken met makelaars en andere markt partijen”. Men denkt een totaal oordeel te kunnen vellen over een onderdeel terwijl dit niet het geval blijkt te zijn.
Zelfoverschatting	G “Wij kennen de markt als geen ander”

6. **Kunt u mij verstellen welke rol collega beleggers spelen bij uw strategievorming?**

Overweging van de vraag:
Strategie
In de theorie is gevonden dat indien ment een goede strategie wil vaststellen, je als geen ander moeten weten wat strategie is van je opponenten of collega beleggers is.

7. **Op welke wijze analyseert u uw portefeuille?**
    a. Hoe vaak?
    b. Integraal, per object, per segment?

Overweging van de vraag:
BF
Mogelijk kunnen symptomen van onderstaand concept worden waargenomen.

Concept	Toelichting

Mentaal boekhouden	Men beoordeeld portefeuille niet integraal, maar enkel per deel segment of zelf per object.

8. **Waarom belegt u specifiek in de voornoemde geografische regio en segment?**

Overweging van de vraag:

BF

Mogelijk kunnen symptomen van onderstaand concept worden waargenomen.

Concept	Toelichting
Familiariteitsheuristiek	Men belegt enkel in een segment en in een geografische regio (luxe huurwoningen Amsterdam) omdat zij aangeeft de markt te kennen, overtuigd van te zijn en specifieke kennis te hebben.

9. **Kunt u mij vertellen hoe u buy/hold/sell analyses uitvoert?**
    a. Zo ja, zijn deze op theorieën gefundeerd of zit hier veel emotie bij?
    b. Wijkt u weleens af van uw buy/hold/sell analyses uit?
        i. Waarom?
        ii. Hoe komt het besluit dan tot stand?
        iii. Laat u uw boekwinst/boekverlies afhangen bij een eventuele verkoop? Waarom?

Overweging van de vraag:

Elementen uit MFT vinden of emotiehandeling

BF

Mogelijk kunnen symptomen van onderstaand concept worden waargenomen.

Concept	Toelichting
Verliesaversie	Men heeft meer moeite met boekverlies dan boekwinst.

10. **Kunt u mij vertellen over de invloed van uw aan en verkopen op uw strategie?**
    a. Toetst u uw aan- en verkopen op uw strategie?
    b. Wijkt u weleens af van uw strategie bij een eventuele aan- of verkoop?
    c. Waarom?
    d. Hoe komt het besluit dan tot stand?

Overweging van de vraag:

Brengt de drie pijlers (strategie, MFT, BF) samen en er wordt afgesloten met de pijler die enkel bekend is bij geïnterviewde, namelijk strategie.

Introductiebrief/-mail

Geachte heer <<>>, beste <<>>,

Allereerst dank dat u heeft toegezegd mee te werken aan het **interview** voor mijn **onderzoek**. Ik zie ernaar uit om u <<>> om <<>> op uw kantoor te <<>> ontmoeten.

Bij deze stuur ik u - zoals toegezegd - de introductiebrief voor het interview door.

Zoals u wellicht bekend is ben ik werkzaam bij GREEN Real Estate, het vastgoedbeleggingsbedrijf van de familie Zeeman. Voor het afronden van mijn MSRE-studie aan de Amsterdam School of Real Estate doe ik verkennend onderzoek naar **(portefeuille)strategie** en **strategievorming** binnen de groep *professionele vermogende Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers*. U maakt volgens de gemaakte selectie onderdeel van deze groep.

Het onderzoek heeft als doel (nieuwe) inzichten te geven in de strategie en strategievorming bij de groep particuliere vastgoedgoedbeleggers. Het is interessant om hier onderzoek naar te doen, omdat u en andere particuliere beleggers onderscheidend opereren.

Het interview zal **ongeveer 35 minuten** duren en betreft een informeel interview. Ik stuur u hierbij alvast de hoofdvragen, zodat u zich kan voorbereiden op het interview.

Het interview zal worden **opgenomen** en de gegevens zullen **anoniem** worden verwerkt. Uw openheid zal bijdragen aan de kwaliteit van het onderzoek en wordt enorm gewaardeerd. Na het afronden van het onderzoek zult u als een van de eersten geïnformeerd worden over de resultaten.

Hoofdvragen:

1. Algemene inventarisatievragen;
   (functie, portefeuillevolume, spreiding, management, FTE's management);
2. Kun u mij vertellen wat uw (portefeuille)strategie is?
3. Op welke wijze maakt u uw strategie (intern en extern) kenbaar?
4. Hoe komt uw strategie tot stand? Kunt u omschrijven wat uw laatste strategie wijziging was?
5. Kunt u mij vertellen welke rol marktonderzoek speelt bij het vaststellen of heroverwegen van uw strategie?
6. Kunt u mij verstellen welke rol collega beleggers spelen bij uw strategievorming?
7. Op welke wijze analyseert u uw portefeuille?
8. Waarom belegt u specifiek in de voornoemde geografische regio?
9. Kunt u mij vertellen hoe u buy/hold/sell analyses uitvoert?
10. Kunt u mij vertellen over de invloed van uw aan en verkopen op uw strategie?

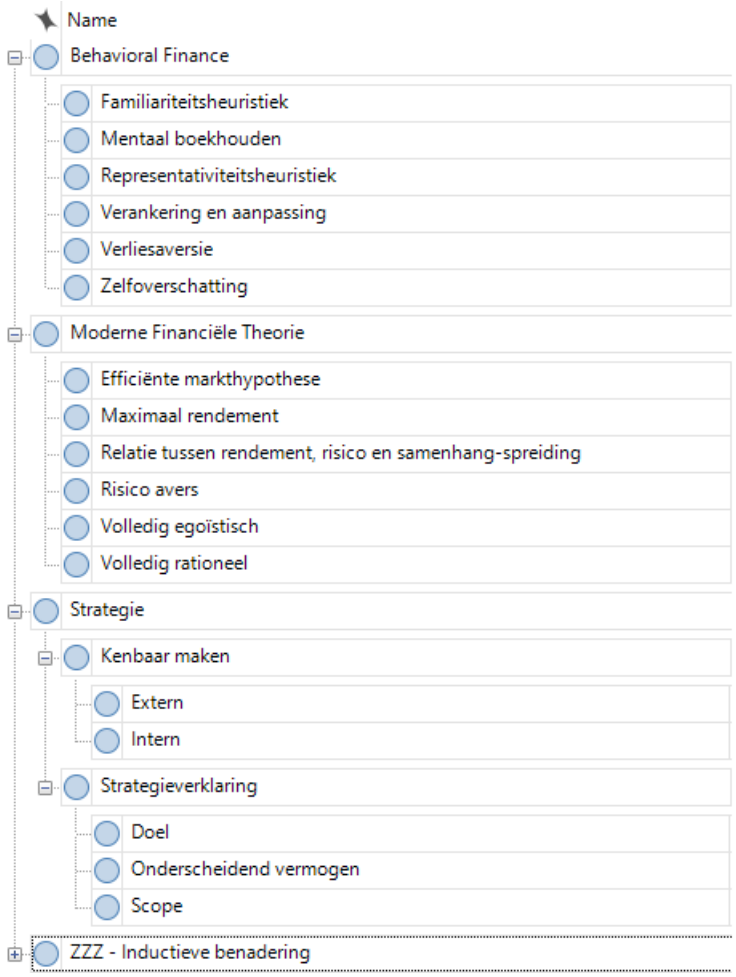
Mocht u naar aanleiding van deze introductiebrief nog vragen en/of opmerkingen hebben, verneem ik graag.

Met vriendelijke groet,

Klaas Jonathan Bals

Bijlage 2: Codeboom

Codeboom


Name
Behavioral Finance
Familiariteitsheuristiek
Mentaal boekhouden
Representativiteitsheuristiek
Verankering en aanpassing
Verliesaversie
Zelfoverschatting
Moderne Financiële Theorie
Efficiënte markthypothese
Maximaal rendement
Relatie tussen rendement, risico en samenhang-spreiding
Risico avers
Volledig egoïstisch
Volledig rationeel
Strategie
Kenbaar maken
Extern
Intern
Strategieverklaring
Doel
Onderscheidend vermogen
Scope
ZZZ - Inductieve benadering