

Particuliere vastgoedbeleggers in Nederland

Een onderzoek naar de rationaliteit bij portefeuillestrategieën van particuliere vastgoedbeleggers

Isabelle G.M. Schols

Begeleider RUG:

Tweede lezer:

Begeleiders Troostwijk:

Master Thesis

Rijksuniversiteit Groningen

Faculteit Ruimtelijke Wetenschappen

drs. A.R. Marquard

Prof. Dr. E.F. Nozeman

Ir. J. Kleemans

M. Boef Msc. RE

Particuliere vastgoedbeleggers in Nederland

Een onderzoek naar de rationaliteit bij portefeuillestrategieën van particuliere vastgoedbeleggers

Isabelle G.M. Schols

Studentnummer: S2394219

Utrecht, 12 augustus 2013

Master Thesis

Rijksuniversiteit Groningen

Faculteit Ruimtelijke Wetenschappen

Scriptiebegeleider: drs. A.R. Marquard

In opdracht van Troostwijk Real Estate

Voorwoord

Voor u ligt mijn Master Thesis '*Particuliere vastgoedbeleggers in Nederland - Een onderzoek naar de rationaliteit bij portefeuillestrategieën van particuliere vastgoedbeleggers*'. Deze scriptie is het resultaat van mijn afstudeertraject ter afronding van de Master Vastgoedkunde aan de Rijksuniversiteit Groningen.

Al vroeg tijdens het volgen van mijn Master heb ik interesse ontwikkeld voor het beleggen in vastgoed, onder andere door het vak Vastgoedbelegging, gedoceerd door de heer Brouwer en de heer Marquard. Het vak was met name gericht op institutionele beleggers, waarbij particuliere beleggers onderbelicht werden. Dit was voor mij aanleiding om onderzoek te doen naar deze groep beleggers. Troostwijk Real Estate heeft mij de kans geboden om in samenwerking met hen hierover deze Master Thesis te schrijven.

Graag wil ik alle respondenten bedanken voor het invullen van de enquête. Tevens dank ik alle geïnterviewden voor hun tijd en kennis. Deze interviews hebben naast de benodigde informatie voor mijn scriptie veel bijgedragen aan de verbreding van mijn vastgoedkennis in algemene zin. Daarnaast wil ik Troostwijk Real Estate, en met name Jordy Kleemans en Maarten Boef bedanken voor hun beschikbare data, tijd en ruimte voor het schrijven van mijn scriptie.

Speciale dank gaat uit naar mijn vader en vriend voor het kritisch lezen van deze scriptie, het brainstormen en het geven van feedback om het uiteindelijke resultaat te verhogen.

In het bijzonder wil ik mijn scriptiebegeleider de heer Arthur Marquard hartelijk danken voor de zeer goede begeleiding en sturing die hij mij tijdens het schrijven van mijn scriptie gegeven heeft. Ik kon altijd bij hem terecht voor inhoudelijke vragen wanneer ik ergens tegenaan liep. Tevens stond hij altijd klaar voor een opbeurend praatje en een kopje koffie. Een betere begeleider had ik mij niet kunnen wensen, enorm bedankt.

Veel plezier met het lezen van deze Master Thesis.

Utrecht, augustus 2013

Isabelle

Samenvatting

De financiële crisis heeft de afgelopen jaren grote gevolgen gehad voor de vastgoedmarkt. De waarde van vastgoed is enorm gedaald, de leegstand in de commerciële sector is fors gestegen en de overheid zorgt voor extra onzekerheid door de aanhoudende discussie over de hypotheekrenteaftrek en het veranderende huurbeleid. Beleggers zijn gevoelig voor al deze informatie en passen hun portefeuillestrategie hier op aan. En dan is nog er niet eens gesproken over de rol van de banken in de beleggingswereld.

Bovenstaande problemen hebben geleid tot de vraag hoe vastgoedbeleggers omgaan met de financiële crisis. Onderzoek naar institutionele beleggers wordt volop uitgevoerd en over deze groep beleggers zijn veel gegevens beschikbaar. Er is echter nog maar weinig bekend over de strategie die de particuliere vastgoedbelegger hanteert, hoewel een aanzienlijk deel van het totaal belegd vermogen in vastgoed in Nederland afkomstig is van de particuliere vastgoedbelegger. Welke deelmarkten zijn momenteel nog interessant en welke strategie past de particuliere belegger toe om een uitgebalanceerde portefeuille te creëren? Wat zijn de redenen voor het handelen van de particuliere belegger en waarop baseert de particuliere belegger zijn keuzes? Onder andere deze vragen hebben geleid tot de volgende hoofdvraag:

Welke rol speelt rationaliteit bij de keuzes en het gedrag van particuliere vastgoedbelegger, onder andere ten opzichte van institutionele beleggers, en wat is de invloed van de financiële crisis daarbij?

In dit onderzoek staat de particuliere vastgoedbelegger die in direct vastgoed belegt centraal. Met andere woorden, beleggen in stenen, in gebouwen en panden zelf. Deze heterogene groep beleggers kan over het algemeen getypeerd worden als opportunistisch en wordt voornamelijk gedreven door direct rendement op hun belegging.

‘Stop niet al je eieren in één mandje’ is een gezegde dat veel voorkomt in de beleggingswereld. Beleggen in verschillende vermogenstitels levert diversificatiepotentieel op waardoor risico wordt verminderd. Markowitz ontwikkelde deze *Moderne Portefeuille Theorie* (MPT) in 1952. Deze werd later aangevuld door Sharp en Lintner waardoor het *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) ontstond. De Efficiënte Markt Theorie, gepubliceerd in 1970 en ontwikkeld door Fama, stelt dat alle publieke informatie en toekomstverwachtingen in de prijs van aandelen verwerkt zijn. Het klassieke paradigma van de financiële theorie gaat er dus van uit dat beleggers rationele keuzes maken als zij hun vermogen gaan beleggen. Financiële beslissingen worden volgens deze aanname onderbouwd met kennis, verwachtingen en ervaring in de kapitaalmarkten. Vele studies hebben echter aangetoond dat beleggers en investeerders ook irrationele keuzes maken. Dit wordt bestudeerd in het vakgebied Behavioral Finance. Drie concepten uit de Behavioral Finance zijn onderzocht in dit onderzoek; risicotolerantie, familiariteitsheuristiek en *overconfidence*.

Door middel van kwantitatief én kwalitatief onderzoek is geprobeerd de hoofdvraag van dit onderzoek te beantwoorden. Met behulp van enquêtes wordt een algemeen beeld gegeven van het profiel van de particuliere vastgoedbelegger in Nederland. Daarnaast werden ook nog persoonlijke interviews gehouden met een aantal individuele particuliere vastgoedbeleggers, die hebben gediend als bevestiging en aanvulling van de resultaten uit de enquête.

In tabel 1 zijn de algemene gegevens van de respondenten te zien. Daarnaast konden uit het onderzoek nog de volgende conclusies getrokken worden:

- Het grootste gedeelte van het belegd vermogen van particuliere beleggers wordt belegd in woningen.
- Het percentage beleggers dat zijn portefeuille wil uitbreiden is afgenomen, en het percentage dat zijn portefeuille wil afbouwen in tijden van crisis is toegenomen.
- Een belangrijk kenmerk van de particuliere belegger is zijn expliciete lokale marktkennis. Doordat particuliere beleggers vaak beleggen in de omgeving waar zij wonen of werken, zijn de beleggers volledig op de hoogte van alle transacties die in zijn omgeving plaatsvinden.
- Een particuliere belegger koopt daarbij vaker goedkoop een object met gebreken. Op deze manier kan de particuliere belegger waarde toevoegen aan het object en concurreren in de markt.

Particuliere beleggers schatten de risico's van de verschillende categorieën vastgoed redelijk goed inschatten. Zij blijken echter de risico's van beleggingen in kantoren en winkels te onderschatten. Tevens schatten beleggers die in woningen, winkels en bedrijfsruimten beleggen, de risico's van deze sectoren lager in dan beleggers die niet in deze sectoren beleggen. Dit duidt op een bepaalde mate van familiariteit.

Het onderzoek naar familiariteitsheuristiek geeft voor de verschillende deelmarkten een diffuus beeld. Als het gaat om het belang van een bepaalde deelmarkt in de vastgoedmarkt lijkt er sprake te zijn van familiariteit bij de sectoren woningen en kantoren. Daarentegen blijkt er geen sprake van familiariteit te zijn als het gaat om inzicht en begrip van deze twee sectoren en de kans op kapitaalverlies die verwacht wordt. Bij de deelmarkt winkels is geen verklaring gevonden voor het gedrag van beleggers waar familiariteit aan ten grondslag kan liggen. Dit impliceert dat er sprake is van rationaliteit. Bij de deelmarkt bedrijfsruimten en hotels & leisure is er wel bewijs voor familiariteit. Tevens blijkt dat er sprake is van *overconfidence* als het gaat om algemene kennisvragen over vastgoed, omdat particuliere beleggers van zichzelf vinden dat ze veel verstand van zaken hebben. Beleggers blijken echter erg voorzichtig te zijn met het schatten van huur- en marktwaarde van vastgoed, en lijkt sprake te zijn van *'underconfidence'*.

Samenvattend kan gezegd worden; 'dé particuliere belegger bestaat niet'. Het is een zeer diverse groep beleggers met verschillende meningen, keuzes en gedragingen. Over het algemeen laat de particuliere belegger zich leiden door een bepaalde mate van emotie waardoor de concepten van Behavioral Finance van toepassing zijn op deze groep. Particuliere beleggers handelen dus niet altijd rationeel, zoals gebleken uit de omgang met leverage en de risicoperceptie. Particuliere beleggers worden ook meer gedreven door hun expliciete lokale marktkennis. De particuliere belegger wordt meer geleid door irrationele overwegingen dan institutionele beleggers omdat hij meestal niet dezelfde hulpmiddelen heeft om vergelijkbaar onderzoek te doen als institutionele beleggers. Van institutionele beleggers wordt daarom ook terecht verwacht dat zij rationeler handelen.

Tabel 1. Algemene gegevens respondenten

	n	%
Totaal aantal respondenten	45	100,0
Vrouwen	0	0
Mannen	45	100
Leeftijd		
18 - 29	2	5,7
30-49 jaar	13	37,1
50+	20	57,1
Opleidingsniveau		
Hoog	26	72,2
Laag	10	27,2
Beleggingshorizon		
< 5 jaar	2	4,4
5 – 15 jaar	17	37,8
>15 jaar	26	57,8
Type belegger		
Defensief	5	11,4
Gemiddeld	35	79,5
Offensief	4	9,1
Totaal belegd vermogen		
minimum	€ 125.000	
maximum	€1.000.000.000	
gemiddeld	€ 115.827.500	
Vreemd vermogen		
Ja	35	77,8
Nee	10	22,2
Gemiddeld % VV	55,43	

Inhoudsopgave

1. Inleiding	4
1.1 Aanleiding	4
1.2 Probleem- doel- en vraagstelling	5
1.3 Relevantie	7
1.3.1 Wetenschappelijke relevantie	7
1.3.2 Maatschappelijke relevantie	7
1.4 Afbakening	7
1.5 Opbouw Master Thesis	8
2. Beleggen in Vastgoed	9
2.1 Vastgoed als belegging	9
2.2 Kenmerken van direct onroerend goed	10
2.3 Spelers op de vastgoedbeleggersmarkt	11
2.3.1 Institutionele beleggers	11
2.3.2 Particuliere beleggers	12
2.3.3 Doelstellingen vastgoedbeleggers	12
2.4 Het Vastgoed Systeem	14
2.5 De Vastgoedbeleggingsmarkt in ontwikkeling	14
2.6 Beleggingstheorieën	17
2.6.1 Moderne Portefeuille theorie en Capital Asset Pricing Model	17
2.6.2 Efficiënte Markt Hypothese	18
2.7 Kritiek op de rationele economische modellen	19
3. Behavioral Finance	20
3.1 Wat is Behavioral Finance?	20
3.2 Cognitieve psychologische benadering	21
3.2.1 Preferences: Prospect Theory	21
3.2.2 Beliefs: Psychologische vooroordelen	22
3.3 Behavioral Finance in financiële markten	23
3.4 Behavioral Finance in dit onderzoek	25
3.5 Samenvatting theoretisch kader	26
4. Methodologie	27
4.1 Conceptueel model	27
4.2 Mixed methods research: Methodologische overwegingen	28
4.2.1 Seriële verklarende strategie	28
4.2.2 Kwaliteit van het onderzoek	29
4.3 De portefeuillestrategie van de particuliere belegger – kwantitatief onderzoek	30
4.3.1 Steekproef	30
4.3.2 Enquête	31
4.3.3 Relevante psychologische biases en heuristieken	32
4.3.4 Methoden	34

4.4 Verklaringen voor gedrag, verdere diepgang – kwalitatief onderzoek.....	34
4.4.1 Grounded Theory en semi-gestructureerde interviews	35
4.4.2 Geïnterviewden.....	35
4.4.3 Analyse en codering	37
4.5 Integratie kwantitatief en kwalitatief onderzoek	37
5. Resultaten kwantitatief onderzoek - enquête	38
5.1 Beschrijvende statistiek – algemeen profiel van de particuliere belegger	38
5.2 Resultaten psychologische concepten	41
5.2.1 Risicotolerantie – Global Portfolio Allocation Scoring System (PASS).....	41
5.2.2 Waargenomen risico per deelmarkt.....	41
5.2.3 Familiariteit – 7 stellingen.....	42
5.2.4 Familiariteit – Belegging in een deelmarkt en waargenomen risico	44
5.2.5 Overconfidence – Schatting huur, marktwaarde en kapitalisatiefactor.....	44
5.2.6 Overconfidence – Kennisvragen over vastgoed.....	44
5.3 Samenvatting heuristieken – Behavioral Finance	45
6. Resultaten kwalitatief onderzoek - interview.....	46
6.1 Vastgoedbeleggers.....	46
6.1.1 Professionele en niet-professionele particuliere beleggers	46
6.1.2 Motivaties	46
6.1.3 Kenmerken particuliere vastgoedbeleggers	47
6.2 Portefeuillestrategie	47
6.2.1 Beleggingshorizon	47
6.2.2 Locatiekeuze	48
6.2.3 Leegstaand vastgoed	48
6.2.4 Financiering.....	48
6.3 Theorieën	49
6.3.1 Moderne Portefeuille Theorie	49
6.3.2 Behavioral Finance	49
6.4 Verschillen particuliere en institutionele vastgoedbeleggers	50
6.4.1 Marktkennis	50
6.4.2 Motivaties	51
6.4.3 Herkomst vermogen.....	51
6.4.4 Grootte belegd vermogen	51
6.4.5 Bedrijfsstructuur	52
6.4.6 Strategie.....	52
6.4.7 Flexibiliteit.....	52
6.5 Financiële crisis en de toekomst.....	53
6.5.1 Voor de financiële crisis.....	53
6.5.2 Invloed financiële crisis.....	53
6.5.3 Toekomst	54

7. Conclusie	55
7.1 Beantwoordingcentrale vraagstelling	55
7.2 Reflectie.....	60
7.3 Aanbevelingen voor verder onderzoek.....	61

Literatuurlijst	I
------------------------------	----------

Bijlagen

1. Begrippenlijst en afkortingen	A
1.1 Belangrijkste begrippen.....	A
1.2 Afkortingen.....	B

Overige bijlagen in bijlagenboek

1. Inleiding

Dit onderzoek richt zich op de portefeuillestrategie van de particuliere vastgoedbelegger in Nederland. Het eerste hoofdstuk schetst de inleiding van deze Master Thesis. Paragraaf 1.1 geeft de aanleiding van het onderzoek. In paragraaf 1.2 worden de probleem-, doel-, en vraagstelling besproken. De wetenschappelijke en maatschappelijk relevantie komen aan bod in de derde paragraaf. De daarop volgende paragraaf geeft de afbakening van het onderwerp waarna in paragraaf 1.5 de opbouw van deze Master Thesis uiteengezet wordt.

1.1 Aanleiding

'*NVB luidt noodklok bij minister Blok*' staat er met dikgedrukte letters bovenaan het nieuwsbericht van Vastgoedmarkt op 28 november jl. (Vastgoedmarkt, 2012a). Het vernieuwd huurbeleid van minister Blok zou een acute investeringsstop van zowel woningcorporaties als van particuliere en institutionele beleggers betekenen. Ook het volgende bericht klinkt niet al te positief. '*Beleggers zitten nog stevig in zadel in crisisgeweld*' (Vastgoedmarkt, 2012b). Toch zijn er ook positievere nieuwsberichten te vinden in tijden van crisis. '*Een particuliere belegger heeft voor 4,2 miljoen euro een Jumbo Supermarkt van 836 m2 plus veertien bovenwoningen gekocht aan de Geldropseweg te Eindhoven*' (Vastgoedmarkt, 2012c). Onder andere deze berichten hebben mijn interesse gewekt voor het onderzoek dat voor u ligt.

In tijden van crisis reageren particulieren en institutionele vastgoedbeleggers¹ verschillend op veranderingen in de markt. Het veranderende huurbeleid in het nieuwe regeerakkoord en de dalende waarden van zowel woningen als commercieel vastgoed hebben allemaal effect op het portefeuillebeleid van beleggers. Michiel de Bruine, hoofd Asset Management Woningen Bouwinvest REIM, vertelde tijdens Hét Vastgoedsymposium op 6 december jl. dat dit juist het uitgelezen moment is voor beleggers om te investeren in geliberaliseerde huurwoningen, wegens de goede risico-rendementsverhouding en het stabiele directe rendement van dit vastgoedsegment. De interesse in deze deelmarkt blijkt uit vele berichten over beleggingen in woningen. '*Particulieren kopen zestig Amsterdamse woningen*' (Vastgoedmarkt, 2013). De vraag die rijst is hoe particuliere beleggers omgaan met de huidige financiële crisis. Welke deelmarkten zijn momenteel interessant voor particuliere beleggers en welke strategieën passen zij toe om een uitgebalanceerde portefeuille te creëren? Daarnaast kan afgevraagd worden waarop particuliere beleggers hun keuzes baseren.

De verschillende kenmerken van particuliere en institutionele beleggers leidt ertoe dat zij andere motieven hebben en andere keuzes maken omtrent hun vastgoedportefeuille. De Moderne Portefeuille Theorie, een bekende beleggingstheorie, streeft naar optimaal rendement bij een zo laag mogelijk risico doormiddel van diversificatie. In hoeverre is deze theorie van toepassing op zowel particuliere als institutionele beleggers? Wellicht spelen andere factoren zoals gedrag ook een rol waardoor meer irrationele overwegingen gemaakt worden. De vraag die rijst is in hoeverre rationale keuzes gebaseerd op wetenschappelijke theorieën of irrationele overwegingen² van toepassing zijn op de portefeuillestrategieën van vastgoedbeleggers, en in het bijzonder particuliere beleggers. Dit wordt bestudeerd in het vakgebied Behavioral Finance. Het artikel *Are Investors Rational and Does it*

¹ De definities van de begrippen 'particuliere' en 'institutionele' vastgoedbeleggers zijn te vinden in paragraaf 2.3.

² Irrationele keuzes van beleggers worden bestudeerd in het vakgebied Behavioral Finance, wat wordt besproken in hoofdstuk 3 van dit onderzoek.

Matter? Determining the Expected Utility Function for a Group of Investors van Livanas (2011), onderzoekt de rationaliteit van beleggers. Echter gaat dit onderzoek in op de rationaliteit van een groep beleggers als geheel, maar onderzoekt niet het gedrag van individuele beleggers. In tijden van crisis is het interessant om te onderzoeken hoe de individuele belegger reageert op veranderingen in de markt aangezien iedere belegger op zijn eigen manier zijn eigen doel nastreeft.

1.2 *Probleem-, doel,- en vraagstelling*

Probleemstelling

De aanleiding, beschreven in de vorige paragraaf, leidt tot het volgende probleem: Er bestaat geen duidelijk inzicht in het huidige profiel van de particuliere vastgoedbelegger en zijn portefeuillestrategie ten tijde van een financiële crisis. Tevens bestaat het vermoeden dat particuliere beleggers zich meer laten leiden door gevoel en emotie waardoor zij eerder irrationele keuzes maken dan institutionele beleggers. Dit probleem leidt tot de volgende doelstelling:

Doelstelling:

Het doel van dit onderzoek is om een profiel te schetsen van de particuliere vastgoedbeleggers in Nederland. Tevens wordt getracht een helder beeld te scheppen van de motivaties en keuzes van particuliere vastgoedbeleggers, met betrekking tot de beleggingsportefeuille. Daarbij wordt zowel aandacht besteed aan rationele theorieën zoals de Moderne Portefeuille Theorie als aan theorieën over irrationeel gedrag ofwel Behavioral Finance. Tevens wordt gekeken welke rol de financiële crisis daarbij gespeeld heeft. De bevindingen uit het onderzoek worden kort vergeleken met bevindingen over institutionele beleggers.

Het voorgaande heeft geleid tot de volgende centrale vraag in het onderzoek:

Hoofdvraag; Welke rol speelt rationaliteit bij de keuzes en het gedrag van particuliere vastgoedbelegger, onder andere ten opzichte van institutionele beleggers, en wat is de invloed van de financiële crisis daarbij?

Om de centrale vraag te kunnen beantwoorden zijn de volgende deelvragen geformuleerd:

Deelvragen

- 1) Hoe ziet het algemeen profiel van de particuliere vastgoedbelegger in Nederland er uit?***
- 2) Welke rol speelt Behavioral Finance bij de portefeuillestrategieën van particuliere vastgoedbeleggers?***
- 3) In hoeverre is een patroon te ontdekken bij particuliere vastgoedbeleggers in hun gedrag door veranderende economische ontwikkelingen binnen een land?***
- 4) In hoeverre zijn verschillen in portefeuillestrategie tussen particuliere en institutionele vastgoedbeleggers te ontdekken en hoe zijn deze te verklaren?***

Hypothesen

Dit onderzoek heeft een overwegend toetsend karakter met enkele vooronderstellingen over het handelen van de particuliere vastgoedbelegger. Uit de deelvragen kunnen de volgende hypothesen afgeleid worden, die in de conclusie beantwoord dienen te worden. Een deel van de geformuleerde hypothesen zijn kwantitatief van aard en zullen verworpen of aangenomen worden. De hypothesen die ten grondslag liggen aan het kwalitatieve gedeelte van dit onderzoek zullen meer of minder aannemelijk worden gemaakt.

- *Behavioral Finance is meer van toepassing op particuliere dan op institutionele vastgoedbeleggers.*
- *Bij particuliere beleggers is er sprake van overmoedigheid.*
- *Familiariteitsheuristiek speelt een rol bij de beleggingsbeslissingen van particuliere beleggers.*
- *De financiële crisis heeft invloed gehad op de portefeuillestrategie van particuliere beleggers.*
- *Particuliere beleggers onderschatten de risico's van beleggen in diverse deelmarkten.*

1.3 Relevantie

1.3.1 Wetenschappelijke relevantie

'*Stop niet al je eieren in één mandje*' is een gezegde dat veel voorkomt in de beleggingswereld. Beleggen in verschillende vermogenstitels levert diversificatiepotentieel op waardoor risico wordt verminderd. Markowitz ontwikkelde in 1952 de Moderne Portefeuille Theorie (MPT) die uitgaat van bovenstaande gedachte, later aangevuld door Sharp en Lintner, waaruit het Capital Asset Pricing Model (CAPM) is ontstaan (Geltner e.a., 2006). De Efficiënte Markt Theorie, gepubliceerd in 1970 en ontwikkeld door hoogleraar Fama, stelt dat alle publieke informatie en toekomstverwachtingen in de prijs van aandelen verwerkt zijn (Fama, 1970). Het klassieke paradigma van de financiële theorie gaat ervan uit dat beleggers rationele keuzes maken als zij hun vermogen gaan beleggen. Financiële beslissingen worden volgens deze aanname onderbouwd met kennis, verwachtingen en ervaring in de kapitaalmarkten (Cohen & Kudryavtsev, 2012).

Echter, vele andere studies hebben aangetoond dat beleggers en investeerders ook irrationele keuzes maken, wat bestudeerd wordt in het vakgebied Behavioral Finance. Diverse andere factoren zoals leeftijd en de beleggingshorizon zouden van invloed zijn op keuzes van particuliere beleggers (Veld-Merkoulova, 2011). Behavioral Finance is ook binnen de vastgoedsector van belang. Verliesaversie speelt volgens Bokhari en Geltner (2011) een grote rol bij de prijsvorming van commercieel vastgoed. Het varieert in zowel de aard van de marktdeelnemers als de cyclus. Uit het onderzoek van voorgenoemde wetenschappers blijkt dat professionele beleggers minstens zo afkerig zijn tegenover verlies als hun tegenhangers. Over Behavioral Finance met betrekking tot particuliere vastgoedbeleggers in Nederland is echter nauwelijks tot geen wetenschappelijke literatuur te vinden. Voornamelijk de invloed van de huidige financiële crisis zou gevolgen hebben op het investeringsbedrag van beleggers.

1.3.2 Maatschappelijke relevantie

Onderzoek naar institutionele beleggers wordt volop uitgevoerd en over deze groep beleggers zijn veel gegevens beschikbaar wegens verplichting tot verslaglegging. Er is echter nog maar weinig bekend over de strategie die de particuliere vastgoedbelegger hanteert, hoewel een aanzienlijk deel van het totaal belegd vermogen in vastgoed in Nederland afkomstig is van de particuliere vastgoedbelegger. Volgens Jones Lang LaSalle kwam het eerste half jaar van 2012, 46 procent van de totale beleggingen in direct Nederlands vastgoed voor rekening van particuliere beleggers. Daarnaast bouwen institutionele beleggers hun posities af terwijl particuliere beleggers meer onroerend goed kopen dan dat zij verkopen (Jones Lang LaSalle, 2012). In een artikel dat is aangehaald in de inleiding, wordt daarbij aangehaald dat er tevens relatief weinig bekend is over de wijze waarop niet-institutionele vastgoedbeleggers hun portefeuille financieren (Vastgoedmarkt, 2012b). Onderzoek naar particuliere beleggers is daarom van groot belang.

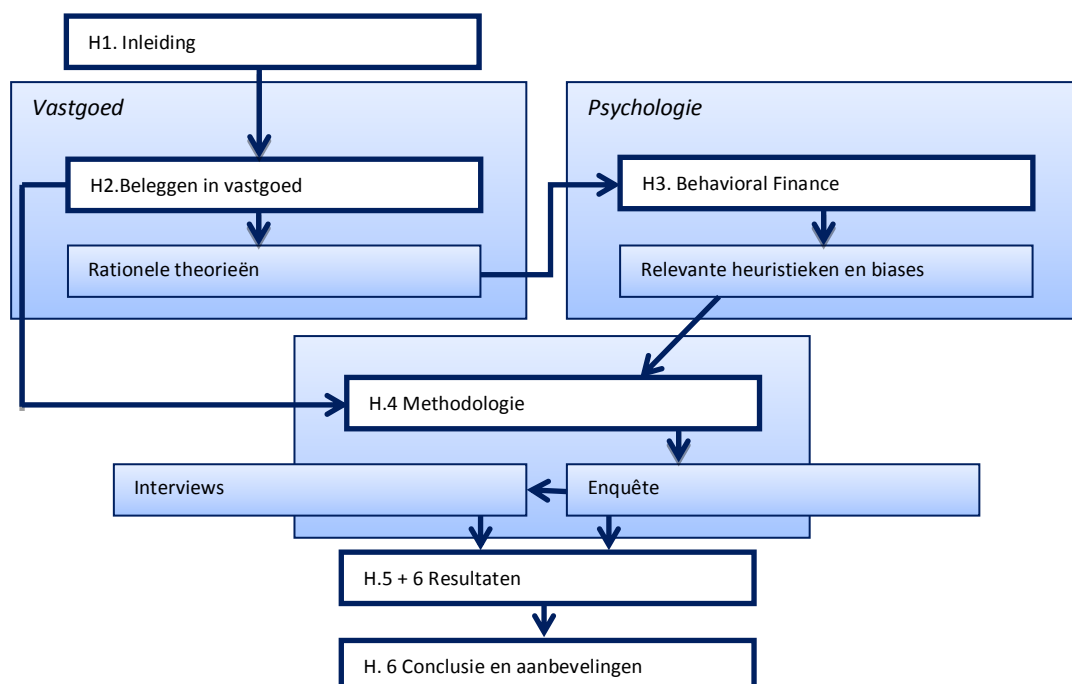
1.4 Afbakening

Dit onderzoek richt zich op de portefeuillestrategieën van particuliere vastgoedbeleggers in Nederland. Direct vastgoed staat daarbij centraal. De kenmerken van vastgoed worden beschreven, waarna dieper ingegaan wordt op het beleggen in vastgoed. De voor- en nadelen worden uiteengezet waarna enkele bekende economische rationale theorieën uiteen worden gezet. De volgende stap die gezet wordt, is het betrekken van psychologisch cognitieve concepten uit de

Behavioral Finance. Duidelijk zal moeten worden of particuliere beleggers zich laten leiden door rationele economische modellen of dat irrationeel gedrag toch een rol blijkt te spelen. Kortom, het profiel van de particuliere belegger wordt omschreven. Daarnaast worden de keuzes die de particuliere belegger maakt met betrekking tot de samenstelling van de beleggingsportefeuille beschreven. Rendementseisen en verschillende aspecten van risico zullen besproken worden. Enkele relevante psychologische concepten die betrekking hebben op particuliere beleggers worden daarbij in kaart gebracht. Deze bevindingen zullen tevens kort vergeleken en verklaard worden met die van institutionele beleggers. De verschillen tussen het portefeuillebeleid van particuliere en institutionele vastgoedbeleggers in tijden van crisis in Nederland worden daarmee inzichtelijk gemaakt.

1.5 Opbouw Master Thesis

Het eerste hoofdstuk heeft een inleiding geschetst en de doel- en probleemstelling in kaart gebracht. Hoofdstuk 2 geeft een beschrijving van beleggen in vastgoed, het soort beleggingen dat mogelijk is en welke spelers zich bevinden op de vastgoedbeleggingsmarkt. De vastgoedbeleggingsmarkt is een onderdeel van de vastgoedmarkt als geheel. Om een helder beeld te scheppen van de verhoudingen wordt de gehele context kort besproken. Hoofdstuk 2 eindigt met een beschrijving van veel geïmplementeerde economische rationale modellen die gebruikt worden voor portefeuillestrategieën van beleggers. Hoofdstuk 3 beschrijft het studiegebied Behavioral Finance. Deze theorie staat centraal in het empirische gedeelte van dit onderzoek. Welke psychologische concepten zijn ontwikkeld, waardoor het irrationele gedrag van beleggers verklaard kan worden? Hoofdstuk 4 geeft een uiteenzetting van de methoden die gebruikt zijn in dit onderzoek. Er is gebruik gemaakt van zowel enquêtes als interviews. Daarbij wordt de theoretische onderbouwing gegeven voor een mixed methods analyse. De hoofdstukken 5 en 6 geven een beschrijving van de gevonden resultaten. De beschrijvende statistiek schetst een profiel van de particuliere vastgoedbelegger in Nederland en de portefeuillestrategieën die zij toepassen. Ook zullen de bevindingen over Behavioral Finance besproken worden. Dit alles wordt onderbouwd met de conclusies uit de gehouden interviews. Hoofdstuk 7 geeft antwoord op de geformuleerde hoofd- en deelvragen waardoor een eindconclusie getrokken kan worden. Ook worden aanbevelingen voor verder onderzoek gedaan. Onderstaand is visueel weergegeven hoe deze Master Thesis is opgebouwd.



2. Beleggen in vastgoed

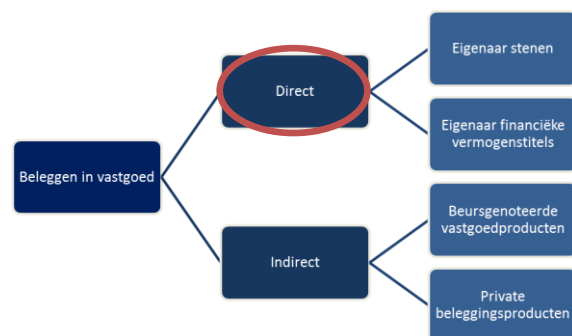
Beleggen in vastgoed kan op veel verschillende manieren gebeuren en wordt door diverse soorten beleggers gedaan. Dit hoofdstuk geeft een uiteenzetting van de variëteit aan vastgoed waarin belegd wordt en van de spelers die zich bevinden op de vastgoedbeleggingsmarkt. Het doel van dit hoofdstuk is een heldere afbakening te schetsen van het onroerend goed dat centraal staat in dit onderzoek en welke beleggers geanalyseerd zullen worden, namelijk beleggen in direct vastgoed door particuliere vastgoedbeleggers. Paragraaf 2.1 gaat dieper in op vastgoed als belegging waarna in paragraaf 2.2 de relevante kenmerken van direct vastgoed benoemd worden. Vervolgens worden de verschillende spelers op de vastgoedmarkt besproken in paragraaf 2.3. Paragraaf 2.4 gaat dieper in op het vastgoed systeem als geheel, met zijn verschillende vastgoedmarkten. De daaropvolgende paragraaf bespreekt de vastgoedbeleggingsmarkt van de afgelopen jaren waarbij het ontstaan van de financiële vastgoedcrisis aan bod komt. Paragraaf 2.6 maakt de bekende beleggingstheorieën inzichtelijk, waarna in paragraaf 2.7 de kritiek op de bestaande theorieën wordt besproken.

2.1 Vastgoed als belegging

Een belegging in vastgoed is *'het vastleggen van vermogen in onroerend goed met het doel uit de exploitatie en verkoop van deze vermogenstitel een toekomstige stroom geldelijke opbrengsten te genereren'* (Brouwer, 2012; p. 14). Beleggers offeren dus vandaag een zeker vermogen op om onzekere toekomstige rendementen te verdienen. Belangrijk om notitie van te nemen, is dat er een wezenlijk verschil bestaat tussen beleggen en investeren. Investeren kan gezien worden als *'het vastleggen van vermogen in onroerend goed waarbij het de eigenaar primair te doen is om de diensten en producten die het vastgoed hem levert'* (Brouwer, 2012; p. 15). De functie van het vermogensobject staat bij beleggen voorop, terwijl de functie van het productiemiddel het voornaamste doel is bij investeringen (Van Gool e.a., 2007).

Er bestaan verschillende manieren van beleggen in vastgoed. Allereerst wordt een onderscheid gemaakt tussen beleggen in direct en in indirect vastgoed. *'Eenvoudig gezegd is een belegging in direct vastgoed (of: een directe belegging in vastgoed) een belegging in stenen, en is een belegging in indirect vastgoed (of: een indirecte belegging in vastgoed) een belegging in vastgoedaandelen'* (Van Gool e.a., 2007; p. 20).

Direct vastgoed kan uiteen worden gezet in enerzijds het gebouw zelf, de stenen, en anderzijds het eigenaar zijn van financiële vermogenstitels die het recht geven op de opbrengsten uit de exploitatie van het onroerend goed. Indirect vastgoed wordt onderverdeeld in beursgenoteerde beleggingsproducten en private beleggingsproducten. Het empirische gedeelte van dit onderzoek zal zich voornamelijk richten op het directe vastgoed. Daarom zullen de belangrijkste kenmerken en voor- en nadelen van direct onroerend goed besproken worden.



2.2 Kenmerken van direct onroerend goed

Allereerst zullen de relevante kenmerken van onroerend goed puntsgewijs worden besproken.

- Direct onroerend goed is zowel een productiemiddel als een vermogensobject. Hierdoor opereert de belegger niet alleen op de vermogensmarkt maar ook op de verhuurmarkt.
- De levensduur van grond is oneindig en van gebouwen zeer lang. Daardoor is een belegging in direct vastgoed een lange termijn belegging.
- Direct vastgoed is een heterogeen goed op het niveau van de afzonderlijke eenheid. Elk soort onroerend goed heeft specifieke kenmerken die onderling erg kunnen verschillen.
- De vastgoedmarkt wordt gekenmerkt door intransparantie. Dit komt onder andere doordat er geen sprake is van doorlopende prijsvorming. Dit draagt bij aan de onvolledige informatie en marktimperfecties.
- Het gevolg hiervan is dat transactiekosten per eenheid erg hoog zijn en direct vastgoed erg illiquide is. Aankoop- en verkooptransacties vergen daarbij erg veel tijd.
- Direct vastgoed vergt intensief management. Intensief management en expertise kan een bijdrage leveren aan het behalen van hogere rendementen (Geltner e.a. 2006; Van Gool e.a., 2007).³

Direct onroerend goed kan ingedeeld worden in verschillende categorieën deelmarkten casu quo sectoren. Investment Property Databank (IPD) en de Raad voor Onroerende Zaken (ROZ) maken daarbij gebruik van de volgende categorieën: woningen, kantoren, winkels, bedrijfsruimten en overig. Deze deelmarkten worden in dit onderzoek ook gebruikt. Binnen de categorie overig is in deze Master Thesis onderscheidt gemaakt tussen maatschappelijk vastgoed en hotels & leisure. Dit vanwege de toenemende belangstelling van beleggers in deze sectoren (IPD, 2013).

De voor- en nadelen van beleggen in direct vastgoed hangen samen met de kenmerken van het vastgoed en worden hieronder kort besproken.

Voordelen

- Direct vastgoed levert een vrij stabiele stroom directe inkomsten op. Vaak zijn langlopende huurcontracten opgesteld door de lange levensduur van het onroerend goed. Dit biedt de belegger de mogelijkheid om een lange periode van stabiele huurinkomsten te genieten.
- Onroerend goed geniet een aantrekkelijk rendement met een beperkt risico. Professionals kunnen inspelen op de imperfectie van de vastgoedmarkt en bijzonder hoge winsten behalen.
- Er bestaat een mogelijkheid tot additionele portefeuillediversificatie door te beleggen in verschillende vermogenstitels en zo het risico van de gehele portefeuille te verlagen. Direct vastgoed biedt redelijke bescherming tegen inflatie wat onder andere veroorzaakt wordt door de indexatie in de huur van huurcontracten en de stijging van de bouwkosten.
- Intensief management kan zorgen voor een hoger rendement. Tevens zorgen renovatie, herontwikkeling en onderhoud voor een stijging in de waarde van onroerend goed.

³ Voor de geïnteresseerden in de kenmerken van indirect vastgoed wordt doorverwezen naar bijlage 2.1.

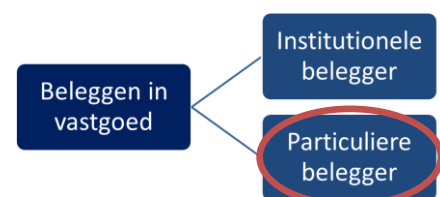
- Bij beleggen in direct onroerend goed kan geprofiteerd worden van specifieke kansen op onroerendgoedmarkten. Doordat de vastgoedmarkt niet geheel transparant is en niet iedere belegger dezelfde informatie bezit, ontstaat een kennis- en informatievoorsprong.
- Tot slot kunnen de fiscale voordelen van beleggen in onroerend goed worden genoemd. Omdat op kapitaalgoederen kan worden afgeschreven kunnen fiscale voordelen behaald worden, voor zover de belegger tenminste belastingplichtig is (Van Gool e.a., 2007).

Nadelen

- Onroerend goed is een zeer kennis- en management intensieve beleggingsvorm wegens de fysieke verschijningsvorm en de functie als productie- en huisvestingsmiddel. Vanwege de hoge prijzen per eenheid product is het lastig om met een geringe investering een verantwoorde risicospreiding te realiseren. Hierdoor zijn, op korte termijn, portefeuilles met onroerend goed weinig flexibel.
- Eigenaar-gebruikers kunnen emotionele- en functionele binding hebben met het in eigendom zijnde vastgoed wat verstorend kan werken op de vastgoedmarkt.
- Er is sprake van een grote overheidsinvloed vanwege de functie van onroerend goed en het ruimtegebruik. Het laatste nadeel van beleggen in vastgoed is dat benchmarking en performancemeting door het heterogene karakter van vastgoed erg moeilijk is.

2.3 Spelers op de vastgoedbeleggingsmarkt

In beginsel zijn er twee soorten beleggers op de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt; de *institutionele beleggers* en de *particuliere beleggers*. Deze twee typen beleggers verschillen op diverse fronten van elkaar. De grootte van het vermogen waarmee wordt belegd, de mate van professionaliteit en de beleggingsdoelstellingen kunnen verschillen. Deze twee typen beleggers worden hieronder kort omschreven.



2.3.1 Institutionele vastgoedbeleggers

Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) Statline geeft de volgende definitie van institutionele beleggers: *'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, 2013a). De definitie van institutionele beleggers zoals omschreven door het CBS wordt in deze Master Thesis overeenkomstig gebruikt. Hierbij wordt nog een onderscheid gemaakt tussen beursgenoteerde- en niet beursgenoteerde vastgoedbedrijven. Institutionele beleggers hebben als doelstelling om toekomstige uitkeringen te kunnen doen zoals pensioenen en lijfrentes, door het beheren van het vermogen van zijn deelnemers (Van Gool e.a., 2007).

In Nederland is de Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed, Nederland (IVBN) opgericht voor de belangenbehartiging voor institutionele beleggers in Nederlands vastgoed. 'De leden van IVBN zijn vastgoedondernemingen in de vorm van (al dan niet beursgenoteerde) vastgoedfondsen van vastgoedvermogensbeheerders, die in opdracht van institutionele beleggers een omvangrijke directe en/ of indirecte vastgoedportefeuille hebben, gericht op duurzame exploitatie' (IVBN, 2013). Op 1 januari 2013 telt IVBN 20 leden die allemaal een omvangrijke vastgoedportefeuille hebben van tenminste 100 miljoen euro belegd vermogen in Nederland. De leden hebben voor een bedrag van 60 miljard euro Nederlands onroerend goed in bezit. Daarnaast vertegenwoordigen de leden ook nog 50 miljard euro aan onroerend goed in het buitenland. De sectoren waar de leden van IVBN in beleggen zijn voornamelijk woningen, kantoren, winkelcentra/ winkels. Tevens wordt er ook in bedrijfsruimten, logistiek, parkeergarages en overig vastgoed zoals horeca belegd. De leden van IVBN verhuren in totaal circa 130.000 woningen, waarvan bijna de helft in de vrije huursector. Zij vormen de derde aanbieder op de woningmarkt, na woningcorporaties en particuliere verhuurders. Commercieel vastgoed is met name opgebouwd uit kantoorruimte (circa 5 miljoen m²), winkelruimte (4,5 miljoen m²), bedrijfsruimten en parkeergarages. Institutionele beleggers zijn daarmee de belangrijkste verhuurders van commercieel vastgoed (IVBN, 2013).

2.3.2 Particuliere vastgoedbeleggers

Particuliere vastgoedbeleggers worden ook wel private beleggers genoemd. Deze groep kan omschreven worden als zelfstandige ondernemers, niet aangesloten bij een bedrijf, die zelf beleggen in onroerend goed. Het kenmerk van deze groep is dat zij een relatief kleiner vermogen hebben dan institutionele beleggers. Tevens kunnen de beleggingsdoelstellingen afwijken van die van institutionele beleggers. Voorbeelden van doelstellingen van particuliere beleggers zijn de koopkrachthandhaving van een vermogen, het maximaliseren van de opbrengsten van de belegging, het zekerstellen van een toekomstig inkomen of een combinatie van deze doelstellingen (Van Gool e.a., 2007). In deze Master Thesis wordt onder particuliere belegger een niet institutionele belegger verstaan. Deze kan dus wel deel uitmaken van een bedrijf, zoals een familiebedrijf of een Besloten Vennootschap. In Nederland is 'Vastgoedbelang' Vereniging van particuliere beleggers in Nederland opgericht als belangenbehartiger van particuliere beleggers in vastgoed (Vastgoedbelang, 2013).

2.3.3 Doelstellingen vastgoedbeleggers

Beleggers in vastgoed kunnen verschillende doelstellingen, voorwaarden en beperkingen hebben. Zo bestaan er in beginsel twee soorten doelstellingen die beleggers kunnen hebben (Geltner e.a., 2006):

- *Groei-doelstelling*: Beleggen in vastgoed met een relatief lange tijdshorizon zonder directe noodzaak om het geïnvesteerde geld te gebruiken.
- *Inkomensdoelstelling*: Beleggen in vastgoed op korte termijn waarbij de investeerder op korte termijn geld genereert door de belegging.

Volgens Geltner e.a. is het belangrijk om de volgende zes punten in acht te nemen voordat men gaat beleggen in vastgoed.

- 1) *Risico*. De mogelijkheid dat toekomstige beleggingsresultaten anders lopen dan verwacht.
- 2) *Liquiditeit*. Het vermogen om een belegging snel te (ver)kopen voor de volledige waarde.
- 3) *Beleggingshorizon*. Over welke periode wordt belegd in vastgoed? Dit heeft effect op de liquiditeit en het risico van de belegging.
- 4) *Expertise van de belegger en het management van het onroerend goed*. De vraag die hierbij rijst, is hoe veel vermogen en verlangens de belegger heeft om het investeringsproces te managen en hoeveel expertise daarbij nodig is.

- 5) *De grootte van het te beleggen kapitaal.* Hoe groot is het vermogen van de belegger ten aanzien van het bedrag in kapitaal in behoefte van de investering? Er kunnen schaalvoordelen of –nadelen meespelen.
- 6) *Kapitaalbeperking.* Kan de belegger snel aan kapitaal komen bij een goede beleggingsmogelijkheid of moet er veel moeite gedaan worden om aan dit kapitaal te komen (Geltner e.a., 2006)?

Van Gool vult deze beleggingscriteria aan met de beleggingsresultaten die worden nagestreefd en de samenhang daarvan met de doelstellingen en verplichtingen van de belegger. Tevens worden ethische vraagstukken in verschillende mate in acht genomen door beleggers (Van Gool e.a., 2007). Deze verschillende vraagstukken, motivaties en keuzes van diverse beleggers, leiden tot de vraag in hoeverre het gedrag, de psychologie van een belegger meespeelt bij zijn portefeuillestrategie.⁴ Een belangrijk gevolg van deze variëteit aan beleggingsdoelstellingen, beperkingen en criteria is dat de investeerders op de vastgoedbeleggingsmarkt heterogeen zijn. Een gevolg van de heterogeniteit van beleggers is dat dit het fundament legt voor een markt in investeringsproducten. De ene belegger wil kopen, de andere verkopen en de redenen daarvoor verschillen. Het matchen van heterogene beleggers met heterogene fysieke activa is een belangrijke sleutel van de investeringsmogelijkheid in de industrie (Geltner e.a., 2006).

Onderstaande tabel, ontleend aan Cuppen (2011), geeft een overzicht van de verschillen tussen institutionele en particuliere beleggers.

Tabel 2.1 Overzicht verschillen institutionele en particuliere vastgoedbeleggers

	Institutioneel	Particulier
Soort beleggers	Homogeen	Heterogeen
<i>Mate van professionaliteit</i>		
Rendement	Rendementsdoelstelling	Maximalisatie rendement
Risico	Laag- gemiddeld	Laag- hoog
Risico/rendementsprofiel	Laag- gemiddeld	Laag- hoog
Beleggingshorizon	Lang	Kort- lang
Omvang vermogen	Gemiddeld – groot	Klein- gemiddeld
<i>Wijze van beleggen</i>		
Aan- en verkoopbeslissingen	Strategisch	Opportunistisch
	Allocatie portefeuille	Rendementsgedreven
	Trackrecord fondsmanager en lokale aanwezigheid	Aandachtsgedreven
	Locatie en vastgoedsegment	Baseren keuze op prospectus en vooraankondiging
	Stijl van beleggen (core/ value/opportunistic)	
<i>Redenen beleggen</i>		
	Toegang tot expertmanagement (trackrecord/ fondsmanager)	Hoge rendementsverwachting
	Voordelen benutten huidige marktomstandigheden	Eenvoudige wijze beleggen in vastgoed
	Toegang tot specifieke vastgoedsegmenten (specialistisch karakter)	Bescherming tegen inflatie
	Diversificatie mogelijkheden	Lager risico dan alternatieve beleggingen (aandelen)
	Verdeling direct en indirect rendement	Bereidheid minder rendement voor lager risico
		Met name geïnteresseerd in direct rendement

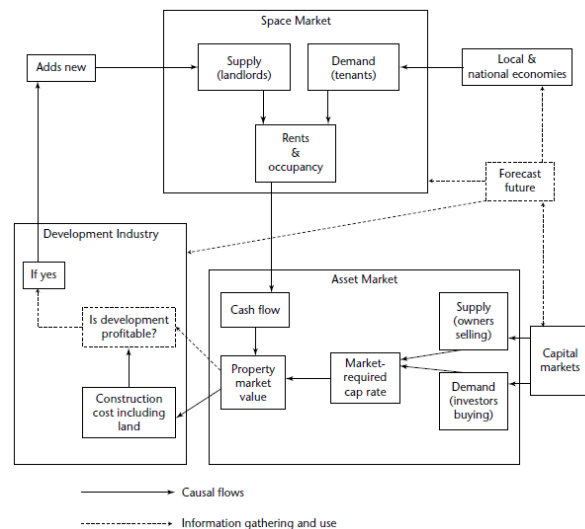
Bron: Cuppen, 2011

⁴ Hierop wordt nader ingegaan in hoofdstuk 3.

2.4 Het Vastgoed Systeem

De vastgoedbeleggingsmarkt is een onderdeel van een grotere markt, de vastgoedmarkt. Om een helder beeld te schetsen van de werking van de vastgoedbeleggingsmarkt is het noodzakelijk het grotere plaatje eerst duidelijk in beeld te brengen alvorens gekeken kan worden naar de ontwikkelingen binnen de beleggingsmarkt. Deze paragraaf zal daarom een korte uiteenzetting geven van de vastgoedmarkt als geheel, verdeeld in de gebruikersmarkt, de vermogensmarkt en de ontwikkelingsmarkt. Vervolgens zal dieper worden ingegaan op de vastgoedcyclus en huidige trends in de markt.

Binnen de vastgoedmarkt kunnen verschillende markten worden onderscheiden. Er valt onderscheid te maken tussen de gebruikersmarkt ofwel de huurmarkt, waar vraag en aanbod naar vastgoed in directe vorm elkaar ontmoeten. De huur is de prijs die men betaalt voor het (tijdelijk) gebruik van ruimte. De huurprijs kan daarom gezien worden als de uiting van de marktverhouding. Naast de huurmarkt bestaat de vermogensmarkt, ook wel *property market* genoemd omdat het hier gaat om het in eigendom hebben van vastgoed. Vanuit economisch perspectief gaat het om het recht hebben op toekomstige inkomens uit de vermogenstitels. De vermogensmarkt moet gezien worden als een deel van een grotere markt, de kapitaalmarkt. Op deze markt worden verschillende kapitaalgoederen verhandeld, zoals aandelen en obligaties. Buiten de gebruikersmarkt en de vermogensmarkt bestaat nog de ontwikkelingsmarkt, ofwel de ontwikkelingsindustrie van vastgoed. Als de vraag naar vastgoed stijgt en vastgoed winstgevend is, zal er meer worden ontwikkeld (Geltner e.a., 2006). In figuur 2.1 is de relatie tussen de drie markten schematisch weergegeven.



Figuur 2.1: Het Vastgoed systeem. Bron: Geltner e.a., 2006

2.5 De Vastgoedbeleggingsmarkt in ontwikkeling

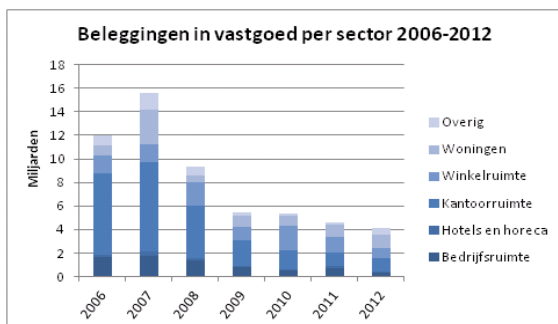
Beleggen en investeren in vastgoed gebeurt al duizenden jaren. De Romeinen waren 2000 jaar geleden al bezig met het waarderen van onroerend goed aan de hand van factoren als locatie, omvang en kwaliteit van een gebouw. Ook in deze tijd speelden risico's zoals schulden, rente en dalende vastgoedprijzen al een rol. Vastgoedcrises zijn van alle tijden (Marquard, 2012a). Sinds het voorjaar van 2007 beleeft de vastgoedsector in grote delen van de wereld turbulente tijden.

De vastgoedbeleggingsmarkt heeft in afgelopen decennia verschillende pieken en dalen gekend.⁵ Europa verkeert sinds de zomer van 2008 opnieuw in een financiële crisis, ook wel de kredietcrisis genoemd. De bron van deze crisis ligt bij de stagnerende huizenmarkt in de Verenigde staten. Gebundelde hypotheeklen, uitgegeven als obligaties in het laagste segment, zijn in een korte tijd enorm in waarde gedaald. Deze zogenaamde subprime hypotheeklen zijn in veel gevallen doorverkocht in schuld pakketten aan banken over de hele wereld. Gevolg was dat financiële

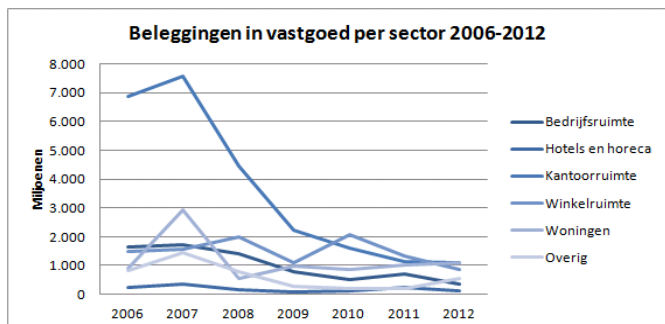
⁵ Voor een uitgebreid overzicht van de geschiedenis van de vastgoedbeleggingsmarkt zie bijlage 2.2.

instellingen over de hele wereld in de problemen raakten. Er is aanzienlijk afgeschreven op gekochte obligaties. Gevolg was dat banken elkaar geen geld meer uitleenden omdat niet duidelijk was welke instellingen in de problemen zouden komen. Met andere woorden, 'de interbancaire geldmarkt droogde op' (Marquard, 2012a; p1.). Banken gingen failliet, werden overgenomen of zijn genationaliseerd.

Opvallend aan de huidige kredietcrisis is dat de diverse negatieve ontwikkelingen op deelmarkten elkaar hebben versterkt. Als gevolg van de kredietcrisis kwam de Nederlandse economie in een forse recessie terecht. De groei van het bruto nationaal product was sinds het tweede kwartaal van 2008 negatief. Er volgde een periode van krimp van vijf kwartalen, wat erg uitzonderlijk is. Het financieringstekort van de Nederlandse overheid nam met sprongen toe door maatregelen die genomen werden om de crisis te bestrijden, de toenemende overheidsuitgaven door meer werkloosheidsuitkeringen en de teruglopende belastingopbrengsten (Marquard, 2012a). Kortom in 2009 is de Nederlandse economie erg gekrompen. Vanaf begin 2010 kon een lichte positieve groei worden waardenomen, maar in 2011 kromp de economie opnieuw en dit zette door in 2012.⁶ Het gevolg van de economische en financiële crisis is dat banken hun deuren dichthouden en er nauwelijks geld geleend kan worden. Dit heeft op zijn beurt tot gevolg dat (particuliere) beleggers hun beleggingen in onroerend goed niet of nauwelijks gefinancierd krijgen waardoor het aantal beleggingen in Nederland flink is gedaald.



Figuur 2.2: Beleggingen in direct vastgoed per deelmarkt 2006-2012. Bron: Troostwijk Research, 2013



Figuur 2.2: Beleggingen in direct vastgoed per deelmarkt 2006-2012. Bron: Troostwijk Research, 2013

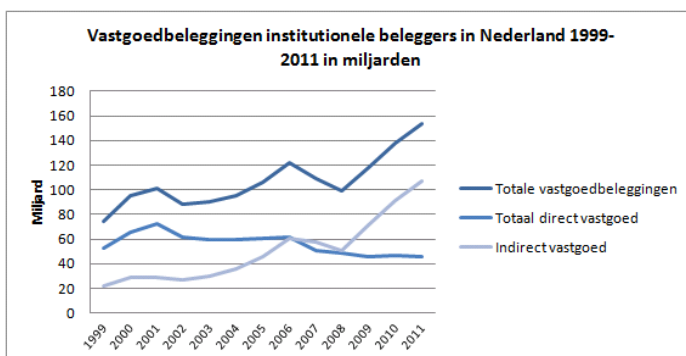
Figuur 2.2 en 2.3 geven een weergave van de totale beleggingen in direct vastgoed per sector van 2006 tot en met 2012. Deze figuren maken daarbij geen onderscheid tussen institutionele en particuliere beleggers. In figuur 2.2 is de impact van de crisis goed te zien. De totale beleggingen in vastgoed zijn in 2008 ten opzichte van 2007 met ruim 40 procent gedaald en in 2009 ten opzichte van 2008 nogmaals met 41 procent. De totale beleggingen in 2010 lagen slechts 1 procent lager dan 2009 waarna de beleggingsmarkt in vastgoed redelijk stabiel is gebleven. Waar de totale beleggingen in 2007 nog op ruim 15,6 miljard euro lagen is dit in 2012 gedaald tot een totaal van 4,2 miljard euro. Voor de financiële crisis werd het meest belegd in de kantorensector in Nederland. Deze sector is door de crisis het hardst geraakt. Anno 2012 werd minder dan 1 miljard euro in kantoren belegd. De winkelsector kende een stijging tot en met 2008 en daalde in 2009. In 2010 groeide de beleggingen in winkels nog enigszins maar daalde weer vanaf 2011. De sector woningen heeft in 2007 een forse stijging gekend, maar het totaal belegd vermogen is ook in deze sector in 2008 flink gedaald. In 2009 steeg dit enigszins en is sindsdien redelijk stabiel. De sectoren hotels en horeca en overig zijn beide gedaald na 2008 en zijn sindsdien enigszins stabiel gebleven.

⁶ Een korte samenvatting van de ontwikkelingen van de Nederlandse economie is te vinden in bijlage 2.3.

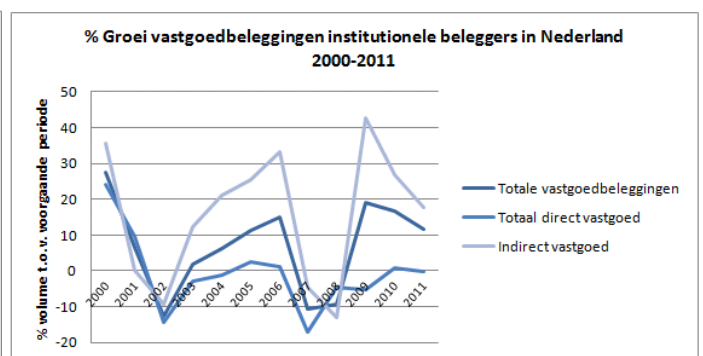
De reden voor de het dalende beleggingsvermogen ligt onder andere bij de financiële sector. Halverwege 2011 sloten een aantal banken hun deuren door de toegenomen onzekerheid op de beleggingsmarkt waardoor de financiering voor beleggingen erg lastig werd. Dit heeft bijgedragen aan de daling in het beleggingsvolume van 2010 tot 2011 in commercieel vastgoed. De grootste focus van beleggers lag volgens Cushman & Wakefield (2012) net als voorgaande jaren op de langjarig verhuurde topproducten in de grote steden. Hierdoor ontstond een toename in het gat tussen primair en secundair onroerend goed in alle sectoren.

Beleggingen door institutionele beleggers

In figuren 2.4 en 2.5 is te zien dat de totale beleggingen door institutionele vastgoedbeleggers in Nederland sinds 1999 een stijging hebben doorgemaakt. Opvallend is dat het verloop van de beleggingen van institutionele beleggers in indirect vastgoed eenzelfde patroon kent als de totale vastgoedbeleggingen. De jaren 2007 en 2008 waren een dieptepunt voor de institutionele beleggers waarbij de investeringen in 2007 én 2008 ten opzichte van het jaar ervoor ongeveer 10 procent waren gekrompen. Het jaar 2009 kende een enorme groei ten opzichte van 2008, voornamelijk werd relatief veel in indirect vastgoed belegd, en kende een groei in beleggingen van meer dan 40 procent. De groei in indirect vastgoed minderde sinds 2010. Figuren 2.4 en 2.5 laten zien dat de investeringen in direct vastgoed in vergelijking met de totale beleggingen in beleggingen in indirect vastgoed enigszins stabiel zijn.



Figuur 2.4: Vastgoedbeleggingen Nederlandse institutionele beleggers 1999-2011. Bron: CBS, 2013b



Figuur 2.5: Procentuele groei vastgoedbeleggingen Nederlandse institutionele beleggers 1999-2011. Bron: CBS, 2013b

Beleggingen door particuliere beleggers

Om nadere specificatie aan te brengen in de vastgoedbeleggingsmarkt voor dit onderzoek, wordt gekeken naar particuliere beleggers in direct vastgoed. ING heeft in 2011 en 2012 onderzoek gedaan naar het financieringsbeleid van particuliere vastgoedbeleggers in Nederland (ING Real Estate Finance & Nyenrode, 2011 & ING Real Estate Finance & Nyenrode, 2012). Figuur 2.6 geeft het totaalbeeld van de vastgoedbeleggingen van particuliere beleggers in Nederland in 2012 per sector.

Dashboard landelijk / totaalbeeld				
2012		2015-2017		
3.429.335.167	kantoren	3.819.319.100	11,37%	389.983.933
6.839.165.355	winkels	8.280.197.986	21,07%	1.441.032.631
4.022.827.117	woningen	4.701.234.485	16,86%	678.407.368
1.367.923.500	bedrijfsruimtes	1.475.620.800	7,87%	107.697.300
879.617.996	overig	1.411.846.695	60,51%	532.228.699
16.538.869.135	Groeiwens naar:	19.688.219.066	19,04%	3.149.349.931
64,06%	64,25%	59,68%		
Stijging met: LTV 2011	0,19%	Berekende		
	LTV 2012	LTV 2015-2017		
Croei	76 - 64%	3.644.594.931	22,04%	
Krimp	13 - 11%	-495.245.000	-2,99%	
Consolidatie	30 - 25%	4.225.219.066	0,00%	
Saldo groei/krimp	n = 119	3.149.349.931	19,04%	

Figuur 2.6: Dashboard beleggersportefeuilles particuliere vastgoedbeleggers landelijk 2012 Bron: ING Real Estate Finance & Nyenrode, 2012

Uit het onderzoek van ING en Nyenrode is naar voren gekomen dat particuliere beleggers in 2011, ondanks de financiële crisis, hun totale vastgoedportefeuille nog flink wilden laten groeien.⁷ De economie kende op dat moment een neerwaartse trend en de markt groeide niet. Bij deze resultaten werden daarom vraagtekens gezet door ING, ook al bestaat de wens bij particuliere beleggers om verder schulden af te lossen en hebben de vastgoedondernemers een relatief gezonde vermogenspositie. In 2012 was groei nog steeds een doel van de particuliere belegger, maar wel in gematigde wijze. Aflossen op de financiering staat daarbij centraal, en groei wil de belegger bereiken met een lagere *loan to value*⁸, en daarmee lagere risico's. De aanhoudende wil om te blijven groeien met voorzichtige opstelling valt daarbij op (ING Real Estate Finance & Nyenrode, 2012). ING constateert een onderscheid met de institutionele vastgoedbeleggers doordat particuliere beleggers dichter op de regionale deelmarkten zitten. De leegstandproblematiek kan op deze manier effectief worden opgelost.

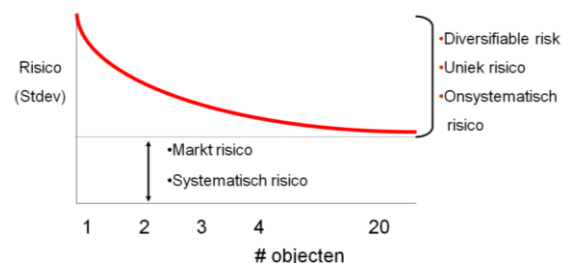
Een tweede verschil tussen institutionele en particuliere beleggers dat uit het onderzoek van ING en Nyenrode naar voren is gekomen, is de manier van aan- en verkopen van vastgoed. *'Meer wordt gedacht en gehandeld in individuele panden of kleine delen van portefeuilles en worden oplossingen gevonden voor individuele locaties/panden'* (ING Real Estate Finance & Nyenrode, 2012; p. 4). Institutionele beleggers kopen of verkopen aanzienlijk grotere delen van hun vastgoedportefeuille in één keer. Particuliere beleggers hebben een zeer vertakt netwerk, met daarbij specifieke kennis van elk onderdeel van hun portefeuille waar nauwkeurig op ingespeeld kan worden.

2.6 Beleggingstheorieën

De basisprincipes voor het functioneren van financiële markten zijn rendement, risico en spreiding. Om dit functioneren te verklaren worden een viertal beweringen gedaan, namelijk: 1) tijd is geld 2) er bestaat een relatie tussen risico en rendement 3) stop nooit alle eieren in één mandje en 4) financiële markten zijn efficiënt (Marquard, 2012b). Deze basisprincipes liggen ten grondslag aan de Moderne Portefeuille Theorie (MPT) ontwikkeld door Markowitz (1952) en het Capital Asset Pricing Model (CAPM) van Sharpe (1964); beide zijn heersende economisch rationele theorieën die in deze paragraaf kort besproken worden. Tevens zal de Efficiënte Markt Hypothese met de geleverde kritiek erop kort behandeld worden.

2.6.1 Moderne Portefeuille Theorie en Capital Asset Pricing Model

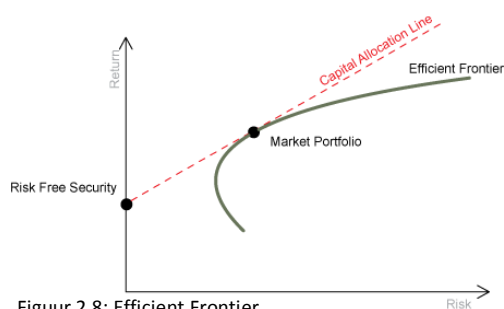
De Moderne Portefeuille Theorie stelt dat diversificatievoordeel kan optreden door spreiding van beleggingen in verschillende soorten vermogenstitels, zodat risico geminimaliseerd wordt en het rendement per eenheid risico wordt gemaximaliseerd. Deze theorie tracht dus naar de beste allocatie van investeringen over verschillende vermogenstitels. *'If accurate expectations about future mean returns for each security, the variance of the returns for each security, and the correlation for returns between each pair of securities could be obtained, then Markowitz's model, employing Quadratic Programming, would produce optimum portfolios'* (Elton & Gruber, 1999; p. 5).



Figuur 2.7: Uniek- en marktrisico
Bron: Geltner e.a., 2006

⁷ Voor het Dashboard beleggersportefeuilles particuliere vastgoedbeleggers landelijk 2011, zie bijlage 2.4.

⁸ De loan to value geeft de verhouding weer tussen het totale leenbedrag en de actuele waarde (taxatiewaarde) van het vastgoed.



Figuur 2.8: Efficient Frontier
Bron: Krotscheck, 2008

Door te beleggen in diverse vermogenstitels met een lage onderlinge correlatie kan uniek risico geminimaliseerd worden⁹ (zie figuur 2.7). Portefeuilles die liggen op de zogenoemde ‘*efficient frontier*’ zijn portefeuilles die effectief zijn in termen van risico en rendement (zie figuur 2.8). Het *Capital Asset Pricing Model* van Sharpe en Lintner is ontstaan uit de Moderne Portefeuille Theorie van Markowitz, wat het verband tussen risico en het vereiste rendement verklaard. Het vereiste rendement is

de som van het risicovolle rente en het verschil tussen het marktrendement en het risicovrije rendement (risico-opslag).¹⁰

2.6.2 Efficiënte Markt Hypothese

De MPT en CAPM zijn beide gebaseerd op efficiënte markthypothese, steunend op premissen van evenwicht, homogeniteit en rationaliteit. De term efficiënte markt is voor het eerst gebruikt in een artikel geschreven door Eugene Fama in 1965. In dit artikel definieert Fama een efficiënte markt als ‘*a market where there are large numbers of rational, profit-maximizers actively competing, with each trying to predict future market values of individual securities, and where important current information is almost freely available to all participants*’ (Fama, 1965). Kort gezegd stelt de efficiënte markt hypothese dus dat de prijs alle mogelijke beschikbare informatie in de markt reflecteert. Grossman en Stiglitz (1980) stellen een voorwaarde voor deze stellige hypothese, namelijk dat informatie- en transactiekosten altijd nul zijn. Jensen (1978) geeft een zwakkere en economisch meer gevoelige versie van deze hypothese en stelt dat prijzen een afspiegeling zijn van informatie tot het punt waar de marginale opbrengsten van de informatie (de winst die gemaakt wordt) niet hoger zijn dan de marginale kosten (Fama, 1991). Literatuur over deze hypothese veronderstelt dat verschillende aannames noodzakelijk zijn voor een efficiënte markt. Allereerst is alle informatie die beschikbaar is in de prijs verwerkt. Daarnaast is informatie goedkoop en makkelijk te verkrijgen. Het derde punt is dat prijzen een ‘*random walk*’ volgen wat wil zeggen dat prijsveranderingen niet gecorreleerd zijn (Fama, 1965). Als laatste is de toekomst onvoorspelbaar en zijn prijzen van vermogensobjecten als aandelen dus niet te voorspellen (Marquard, 2012b). Er bestaan drie vormen van een efficiënte markt. Als eerste de zwakke vorm, waar huidige marktprijzen informatie over aandelenkoersen en volume data uit het verleden bevatten. De semisterke vorm waar huidige marktprijzen een weerspiegeling zijn van alle publieke informatie, en als laatste de sterke efficiënte vorm, waarbij huidige marktprijzen alle informatie, zowel publiek als privaat, vastleggen.

⁹ Het bepalen van de juiste portefeuille kan echter erg lastig zijn. Voor beschrijving hiervan zie bijlage 2.5.

¹⁰ Voor de berekening van het vereiste risico zie bijlage 2.6.

2.7 *Kritiek op de rationeel economische modellen*

De Moderne Portefeuille Theorie van Markowitz (1952) en het Capital Asset Pricing Model van Sharpe (1964) zijn inmiddels veel geïmplementeerde theorieën door vastgoedbeleggers. Deze modellen gaan ervan uit dat beleggers rationeel handelen en dat alle beschikbare informatie mee gewogen wordt in het beslissingsproces. Een impliciet uitgangspunt daarbij is dat de vastgoedmarkt efficiënt is en dat volledige informatie beschikbaar is om een weloverwogen beleggingsstrategie te creëren. Echter, zoals uiteengezet is in dit hoofdstuk, is vastgoed een heterogeen goed en is de vastgoedmarkt intransparant en niet efficiënt. Ook spelen de verschillende kenmerken van vastgoedbeleggers een belangrijke rol. Wegens de heterogeniteit van vastgoedbeleggers kan verwacht worden dat de heersende theorieën niet van toepassing zijn op deze gehele groep. Daarnaast verkeert de Nederlandse economie momenteel in een erg onzekere en onstuimige periode, wat van grote invloed is op beleggers. De kenmerken van onroerend goed en de vastgoedmarkt, de verschillende soorten en kenmerken van beleggers en de financiële crisis leiden ertoe dat niet elke belegger rationele beslissingen neemt, maar zich laat leiden door irrationele argumenten.

Eind jaren 1980 is de eerste weerstand ontstaan tegen de aannames van de heersende economische theorieën. De drie onderliggende aannames van deze economische theorieën die het meest aangevochten worden, zijn perfecte rationaliteit, perfect eigenbelang en perfecte informatie. Personen maken niet alleen perfecte rationele keuzes, maar laten zich ook leiden door subjectieve impulsen zoals angst, vreugde en hebzucht. Tevens handelt de mens niet alleen puur uit eigenbelang. Als dat zo zou zijn, zou filantropie niet bestaan. Daarnaast is de vastgoedmarkt inefficiënt en heeft niet iedere belegger de beschikking over evenveel en volledige informatie (Pompian, 2006). Door deze redenen is een stroming ontstaan die zich verzet tegen de economische modellen en zich richt op het gedrag van de belegger. Dit studiegebied, genaamd Behavioral Finance, zal in het volgende hoofdstuk uitgebreid besproken worden.

Er kan gesteld worden dat de besluitvorming en het gedrag van particuliere beleggers nog intransparanter zijn dan bij institutionele beleggers wegens het ontbreken van openbare verslaglegging en de uiteenlopende motieven van particuliere beleggers. Wegens de verschillende soorten en kenmerken van particuliere beleggers die besproken zijn in dit hoofdstuk, kan verondersteld worden dat Behavioral Finance van grote invloed zal zijn op deze groep beleggers. De samenvatting van het gehele theoretische kader, hoofdstuk 2 en 3, zal uiteen worden gezet na het derde hoofdstuk.

3. Behavioral Finance

Dit hoofdstuk gaat dieper in op het vakgebied Behavioral Finance. Paragraaf 3.1 legt allereerst uit wat verstaan kan worden onder dit begrip. De volgende paragraaf maakt een onderscheid binnen het vakgebied wat zorgt voor een verdere afbakening van het empirische gedeelte van dit onderzoek. In paragraaf 3.3 wordt inzichtelijk gemaakt op welke manier Behavioral Finance toegepast kan worden op financiële markten. Paragraaf 3.4 beschrijft welke concepten uit de Behavioral Finance worden toegepast op dit onderzoek.

3.1 Wat is Behavioral Finance?

Behavioral Finance kan gedefinieerd worden als *'finance from a broader social science perspective including psychology and sociology'* (Shiller, 2003; p.83) Met andere woorden, Behavioral Finance bestudeert hoe psychologie invloed heeft op *'finance'*. *'Behavioral economics increases the explanatory power of economics by providing it with more realistic psychological foundations'* (Camerer & Louwenstein, 2002; p.1). Mensen zijn onvolmaakte processors van informatie en zijn vaak onderworpen aan vooroordelen, fouten en perceptuele illusies. Hierdoor bestrijkt Behavioral Finance het gehele financiële landschap (Shefrin, 2002). Het doel van Behavioral Finance wordt door Camerer en Louwenstein als volgt omschreven: *'At the core of behavioral economics is the conviction that increasing the realism of the psychological underpinnings of economic analysis will improve economics on its own terms - generating theoretical insights, making better predictions of field phenomena, and suggesting better policy'* (Camerer & Louwenstein, 2002; p.1).

Het vakgebied Behavioral Finance houdt zich dus bezig met de rationaliteit van het gedrag binnen de wereld van de financiële economie. Hierbij worden inzichten uit de sociale wetenschappen zoals de (cognitieve) psychologie en antropologie toegepast op financiële besluitvormingsprocessen. Op deze manier wordt getracht een verklaring te vinden voor het soms irrationele gedrag van investeerders en beleggers. Verlies- en risicoaversie en beleggerssentiment zijn termen die daarbij vaak aangehaald worden (Bokhari & Geltner, 2011; Gyamfi-Yeoah e.a., 2012; Hui, Zeng & Wang, 2012).

In 1979 publiceerde de psychologen Kahneman en Tversky een artikel over de door hen ontwikkelde *Prospect Theory*, waarbij risicovolle beslissingen van mensen werden besproken. Tevens werd meer onderzoek gedaan naar de psychologische achtergrond van het gedrag van beleggers. Dit kreeg meer aandacht door de financiële crisis in 1987, waardoor ook vaker getwijfeld werd aan de bestaande rationele modellen. De *Prospect Theory* verwierf steeds meer aanhangers, de psychologische theorieën verklaarden namelijk het irrationele gedrag van beleggers. In de loop van de jaren negentig werd veel gepubliceerd over psychologische concepten die economisch gedrag analyseren. In 2002 heeft Kahneman de Nobelprijs voor de economie gewonnen, wat aantoont dat Behavioral Finance als volwaardig onderzoeksgebied kan worden beschouwd (Nobelprize.org, 2002).

3.2 Cognitieve psychologische benadering

In veel traditionele economieboeken wordt een onderscheid gemaakt binnen Behavioral Finance (Pompian, 2006):

- *Behavioral Finance Macro* (BFMA) zoekt en beschrijft anomalieën in de efficiënte markt hypothese die gedragsmodellen kunnen verklaren. Bij dit macro niveau gaat het voornamelijk over het gedrag van de markt dat ontstaat uit het collectieve gedrag van individuele beleggers.
- *Behavioral Finance Micro* (BFMI) onderzoekt het gedrag of de vooroordelen van individuele beleggers die zich onderscheiden van de rationele actoren, beschreven in de klassieke economische theorie. Deze microvariant richt zich voornamelijk op de individuele belegger en zijn persoonlijke gedragingen, keuzes en reacties.

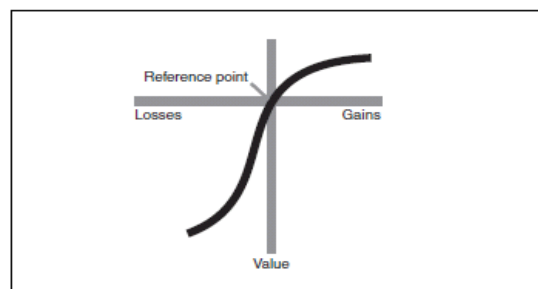
Prast (2004) onderscheidt Behavioral Finance in de rationele benadering en in de cognitiopsychologische benadering. De rationele benadering en zijn modellen gaan uit van informatie imperfectie waarbij individueel rationeel gedrag leidt tot inefficiënte uitkomsten zoals kuddegedrag, hypes en paniek. Deze benadering komt overeen met BFMA.

De cognitieve psychologische benadering bevat een aantal cognitieve psychologische concepten die relevant zijn voor gedragseconomie. Binnen deze benadering wordt een onderscheid gemaakt tussen 1) *preferences* (voorkeuren), ofwel de evaluatie van financiële resultaten enerzijds, en 2) *beliefs* (overtuigingen), ofwel het verzamelen en interpreteren van informatie anderzijds. Deze benadering komt overeen met BFMI. Het onderzoek van deze Master Thesis richt zich op *Behavioral Finance Micro*, ofwel de cognitiopsychologische concepten en het gedrag van de individuele beleggers. Het onderscheid tussen *Preferences* en *Beliefs* zal allereerst worden besproken.

3.2.1 Preferences: Prospect Theory

De in 2002 met de Nobelprijs voor de Economie bekroonde *Prospect Theory* is een gedragseconomische theorie, die de manier beschrijft waarop mensen kiezen tussen risicovolle probabilistische alternatieven, waarvan de kansen van de uitkomsten onbekend zijn. De *Prospect Theory* is de tegenhanger van de *Expected Utility Theory*. Deze veronderstelt dat een individu zijn verwachte rendement op basis van de gewogen som

van de verschillende mogelijke uitkomsten maximaliseert, waarbij elk gewicht gelijk is aan de kans dat de overeenkomstige resultaten worden gerealiseerd. Daarnaast suggereert de *Expected Utility Theory* dat het nut van de eindtoestand alleen afhankelijk is van de eindtoestand. Hoe deze financiële toestand wordt bereikt, is irrelevant. De theorie gaat er vanuit dat elke individu een aversie heeft voor risico (Prast, 2004). De *Prospect Theory* wordt gekenmerkt door drie essentiële kenmerken (Kahneman en Tversky, 1979). Allereerst worden winsten en verliezen ten opzichte van een referentiepunt onderzocht. Ten tweede is de waarde functie steiler voor verliezen dan voor winsten met een gelijkwaardige grootte. Met andere woorden, mensen zijn meer gevoelig voor verlies dan voor winst. Het derde kenmerk is dat de marginale waarde van winst en verlies vermindert met de grootte van de winst of het verlies (Bokhari en Geltner, 2011). Een andere



Figuur 3.1: Nutscurve volgens de Prospect Theory
Bron: Pompian, 2006

belangrijke bevinding van de *Prospect Theory* is dat het gewicht van de beslissing van individuen niet overeenkomt met objectieve waarschijnlijkheden. In plaats daarvan zijn gewichten van beslissingen een niet-lineaire functie van deze waarschijnlijkheden (Prast, 2004). Volgens de *Prospect Theory* gedragen mensen zich volgens het patroon van de S-vormige functiegrafiek zoals weergegeven is figuur 3.1. (Bokhari en Geltner, 2011). De knik bij het nulpunt geeft weer dat mensen gevoeliger zijn voor verliezen, ofwel afkerig zijn van verlies.

3.2.2 Beliefs: Psychologische vooroordelen

De tweede pijler concentreert zich op de manier hoe mensen omgaan met informatie. Volgens de cognitieve psychologie gebruiken mensen heuristiek en vooroordelen om hun overtuigingen te vormen en voor het verwerken van informatie. Op deze manier wordt informatie niet op een rationele manier gebruikt. Kahneman en Tversky (1974) hebben het zogenoemde *Heuristics & Biases Program* ontwikkeld. Dit heeft twee belangrijke inzichten opgeleverd over hoe mensen beslissingen nemen in een staat van onzekerheid. Het eerste inzicht is een lijst met systematische fouten die gemaakt worden door mensen. Het tweede inzicht betreft de verklaringen van deze fouten via cognitieve heuristiek (Debels, 2006). Heuristiek is een kortere weg om efficiënte beslissingen te kunnen nemen.¹¹ De psychologie hanteert voor mentale heuristiek de vuistregel dat het huidige gedrag beoordeeld wordt als correct en gelijk is aan gedrag uit het verleden en de resultaten daarvan. Dit komt omdat '*mensen slechts beperkte informatie verwerkende mogelijkheden hebben. Hierdoor moeten ze een vereenvoudigd model van de wereld bouwen*' (Debels, 2006; p.15).

Het *Heuristics & Biases programm* van Kahneman en Tversky bestaat uit drie heuristieken: 1) *Representativiteit* 2) *Beschikbaarheid* en 3) *Ankering & Aanpassing*. Deze drie heuristieken zullen nader besproken worden. Ook worden nog enkele andere concepten van heuristiek en vooroordelen besproken, beschreven door Debels (2006) en Prast (2004), namelijk 4) *Geloof volharding* 5) *Bevestigde vooringenomenheid* 6) *Overmoedigheid* 7) *Cognitieve dissonantie* 8) *Conservatisme* 9) *Bevooroordeelde zelf-attributie* 10) *Ramp bijziendheid en drempel heuristiek*. Deze 10 concepten worden hieronder kort beschreven.¹² Omdat deze concepten voornamelijk in internationale literatuur te vinden zijn, wordt de Engelse term regelmatig gebruikt.

- 1) *Representativiteit (Representativity)*: Gigerenzer (1991) stelt dat representativiteit in de context van heuristiek 'overeenkomst' betekent. Representativiteit leidt ertoe dat mensen denken alles te weten over een bepaalde situatie omdat zij bekend zijn met een vergelijkbaar voorbeeld.
- 2) *Beschikbaarheid (Availability)*: Beschikbaarheid staat voor herinneringen en ervaringen opgedaan in het verleden die gebruikt worden in het heden. Zo zijn fouten te wijten aan de mate van herinnering en de effectiviteit van een reeks gebeurtenissen (Debels, 2006).
- 3) *Ankering & Aanpassing (Anchoring & Adjustment)*: Ankering kan worden omschreven als een willekeurig gekozen referentiepunt dat van invloed is op een verwachte waarde, waarbij aanpassing beschrijft dat de verwachte waarden onvoldoende worden aangepast naar de werkelijke waarde, maar dichtbij het referentiepunt vallen (Prast, 2004).

¹¹ Voor een beschrijving van de term heuristiek zie bijlage 2.7.

¹² Voor een uitgebreide uitleg van de psychologische concepten zie bijlage 2.8.

- 4) *Geloof Volharding (Belief Perseverance)*: Deze heuristiek gaat ervan uit dat beleggers nauwelijks gevoelig zijn voor nieuwe informatie die hun eigen mening ontkracht (Debels, 2006).
- 5) *Bevestigde vooringenomenheid (Confirmatory Bias)*: 'Terwijl de 'Belief Perseverance' fout niet noodzakelijk inhoudt dat mensen bijkomend bewijsmateriaal fout interpreteren (ze kunnen deze informatie ook gewoon negeren), is dat bij de Confirmatory Bias wel het geval' (Debels, 2006; p.33). Bevestigde vooringenomenheid is de neiging van een persoon om verwachtingen op een dusdanige manier te toetsen dat deze bevestigd worden.
- 6) *Overmoedigheid (Overconfidence)*: *Overconfidence* kan omschreven worden als het hebben van teveel zelfvertrouwen. Beleggers overschatten hun eigen kennis van de markt (Prast, 2004).
- 7) *Cognitieve dissonantie (Cognitive dissonance)*: Cognitieve dissonantie is het fenomeen dat twee cognitieve elementen, een mening en nieuwe informatie, met elkaar conflicteren. Er is dus sprake van een tegenstrijdigheid tussen twee gedachten, meningen of feiten in de breedste zin van het woord (Prast, 2004).
- 8) *Conservatisme (Conservatism)*: Conservatisme kan omschreven worden als het fenomeen dat mensen slechts geleidelijk hun overtuiging aanpassen aan nieuwe informatie. Conservatisme lijkt daarom enigszins op het mechanisme dat een rol speelt bij cognitieve dissonantie (Prast, 2004).
- 9) *Bevooroordeelde zelf-attributie (Biased self-attribution)*: De gemiddelde mens heeft de neiging om verliezen en mislukkingen op anderen af te schuiven en wanneer er successen worden behaald deze naar zich toe te trekken (Prast, 2004).
- 10) *Ramp bijziendheid en drempel heuristiek (Disaster Myopia and Threshold Heuristic)*: *Disaster myopia* is een situatie waarin personen de neiging hebben om de waarschijnlijkheid van nadelige resultaten te onderschatten. Als je subjectieve waarschijnlijkheid onder een persoonlijke drempel komt, zal het individu doen alsof er niets gebeurd is en besteedt geen tijd aan het mogelijke risico (Prast, 2004).

Het zal duidelijk zijn dat er veel samenhang is tussen de bovengenoemde concepten. De verschillen tussen de concepten zijn erg genuanceerd. Met name representativiteit, beschikbaarheid, geloof volharding, bevestigde vooringenomenheid, cognitieve dissonantie en conservatisme hebben betrekking op het verzamelen en interpreteren van ervaringen uit het verleden en nieuwe informatie. De overige concepten kunnen gezien worden als gevolgtrekking van andere concepten.

3.3 Behavioral Finance in financiële markten

De in paragraaf 3.2 benoemde psychologische concepten hebben invloed op het handelen van beleggers op financiële markten. Deze paragraaf laat zien hoe Behavioral Finance kan helpen om diverse fenomenen in de financiële wereld te verklaren. Deze fenomenen worden ook wel anomalieën genoemd en worden hieronder kort besproken.

1) *Over- en onderreactie op aandelenkoersen*

Verschillende empirische studies hebben uitgewezen dat vermogensprijzen en wisselkoersen de neiging hebben om onder- of over te reageren op nieuws. Een onderreactie van aandelenkoersen doet zich voor als de beurs niet alleen onmiddellijk reageert op nieuws dat net is uitgekomen, maar ook nog in latere perioden. Overreactie vindt plaats in het tegenovergestelde geval (Prast, 2004). Verschillende cognitieve psychologische concepten liggen hieraan ten grondslag. Volgens Barberis, Shleifer en Vishny (1998) komt dit door conservatisme en de representativiteittheorie. Daniel, Hirshleifer en Subrahmanyam (1998) verklaren onder- en overreactie door *biased self-attribution* en *overconfidence*.

2) *Overmatig handelen*

Odean (1998) heeft een model ontwikkeld dat gebruikmaakt van *overconfidence*, waarbij marktparticipanten hun vermogen om informatie te interpreteren overschatten. In het model wordt dit weergegeven door een overschatting van de nauwkeurigheid van eigen informatie, wat ertoe leidt dat beleggers overmatig handelen.

3) *Kuddegedrag, hypes en paniek op de financiële markt*

Kaminsky and Schumkler (1999) zijn tot de ontdekking gekomen dat beleggers anders reageren op nieuws in tijden van crisis. Daarbij hebben zij ondervonden dat prijzen overreageren als een crisis verslechtert, en dat in deze periode de prijzen sterker reageren op slecht nieuws dan op goed nieuws. Deze reactie kan verklaard worden door het concept cognitieve dissonantie, welke veronderstelt dat wanneer mensen zich blijven vasthouden aan een mening, zij informatie negeren welke suggereert dat zij misschien fout zitten, en dat mensen veel aandacht schenken aan informatie die hun mening kracht bij zet.

4) *The equity premium puzzle*

Het verschil in rendement tussen aandelen en obligaties is systematisch hoger dan aannemelijk zou zijn volgens de rationele modellen. Dit kan volgens Benartzi en Thaler (1995) verklaard worden als men er vanuit gaat dat individuen zich gedragen zoals verondersteld wordt in de *Prospect Theory*. Door de afkerigheid van verlies zijn beleggers bereid om aandelen te houden als de psychologische kosten van verlies op papier gecompenseerd worden door een hoger verwacht lange termijn rendement. Kort gezegd wordt 'het extra risico dat beleggers lopen op een aandelenbelegging gecompenseerd door een hoger rendement' (De Haas, 2004; p.50).

5) *Asymmetrie in het verkopen van winnaars en verliezers (Asymmetry in the selling of winners and losers)*

Door middel van de *Prospect Theory* hebben Shefrin en Statman (1985) aangetoond dat de gemiddelde belegger de neiging heeft om verliesgevende aandelen te behouden en winstgevende aandelen te vroeg te verkopen. *Loss aversion* zorgt ervoor dat de belegger hun winstgevende aandelen verkopen en verliesgevende aandelen behouden.

6) *Kapitaalgedrag van banken en vastgoed bubbels*

Onroerend goed prijzen stijgen en dalen meer dan rationeel gerechtvaardigd wordt door economische fundamentele theorieën. Guttentag en Herring (1986) analyseren de effecten van *disaster myopia* op het kapitaalgedrag van banken. Banken houden rekening met een crash waarbij

objectieve én subjectieve waarschijnlijkheid een rol spelen. Subjectieve waarschijnlijkheid is afhankelijk van *disaster myopia*. Dit mechanisme heeft grote gevolgen voor het economisch kapitaal vereist door de bank. Als de waarschijnlijkheid op een crisis onder een drempel komt, wordt deze behandeld alsof het nul is. Herring en Wachter (2002) gebruiken de *availability heuristic* en de *threshold heuristic* om onroerend goed bubbels te verklaren. Volgens Herring en Wachter (2002) kan *disaster myopia* er voor zorgen dat banken het daadwerkelijke risico onderschatten dat voortvloeit uit hypothecaire kredietverlening (Prast, 2004).

Onderstaande tabel geeft een samenvatting van de cognitieve psychologische concepten, de *preferences* en *beliefs*, en het effect op het gedrag van financiële markt participanten.

Tabel 3.1: Cognitieve psychologische concepten en de toepassing op financiële markten

Psychological concept	Phenomenon	Effect on investor behaviour
Preferences: Prospect Theory		
<i>Loss Aversion and mental accounting</i>	Verlies weegt zwaarder dan winst, financiële beslissingen worden in verschillende mental accounts gehouden	Asymmetrisch gedrag t.o.v. winnaars en verliezers; equity premium puzzel
<i>Anchoring and Adjustment</i>	Referentiepunt	Asymmetrisch gedrag t.o.v. winnaars en verliezers
Beliefs: psychological biases in the use of information		
<i>Representativeness heuristic</i>	Een individu ziet een patroon in willekeurige gebeurtenissen	Lange termijn overreactie van aandelenkoersen
<i>Availability</i>	Fouten te wijten aan de mate van herinnering	Kan leiden tot disaster myopia; hype en paniek
<i>Cognitive dissonance theory</i>	Bevooroordeelde informatie filteren	Hype en paniek, kuddegedrag
- <i>Belief Perseverance</i>	Weinig gevoelig voor nieuwe informatie die eigen overtuiging ontkracht	Hype en paniek, kuddegedrag
- <i>Conformatory Bias</i>	Dezelfde informatie bij verschillende meningen leidt tot versterking mening en discongruentie.	Hype en paniek, kuddegedrag
<i>Overconfidence</i>	De gemiddelde individu overschat zijn vermogen	Overmatige handel; vrouwelijke beleggers presteren beter; overdreven reactie op nieuws
<i>Conservatism</i>	Langzaam leren (niet Bayesian)	Korte termijn onderreactie van de aandelenkoersen
<i>Biased self-attribution</i>	Asymmetrische verdeling van successen en mislukkingen van de eigen capaciteiten	Overmatige handel
<i>Disaster myopia and threshold heuristic</i>	Recente ervaringen beïnvloeden subjectieve kans	Hype, paniek, vastgoed bubbels

Bron: Eigen bewerking van Prast (2004) en Debels (2006)

3.4 Behavioral Finance in dit onderzoek

Voor dit onderzoek is een selectie gemaakt uit de psychologische concepten, namelijk 1) *overconfidence* 2) *risicotolerantie*¹³ en 3) *familiariteitsheuristiek*¹⁴.

Een belangrijke reden voor de keuze van deze drie concepten is dat deze te analyseren zijn aan de hand van kwantitatief onderzoek, meer specifiek doormiddel van een enquête. De methoden die hiervoor gebruikt zijn, en op welke onderzoeken deze zijn gebaseerd, zijn in hoofdstuk 4 uiteengezet. Andere psychologische concepten, zoals verliesaversie en ankering (Bokhari & Geltner, 2011) en disaster myopia (Cornand & Gimet 2012), worden getoetst op basis van historische gegevens die voor particuliere beleggers niet voor handen zijn. De keuze voor deze concepten is mede gebaseerd op advies van dr. Ronald Huisman (Erasmus Universiteit, Erasmus School of Economics) en prof. dr.

¹³ Risicotolerantie heeft betrekking op *loss aversion* en verklaart asymmetrisch gedrag ten opzichte van winst en verlies.

¹⁴ Gebaseerd op de beschikbaarheid heuristiek (*availability*).

Fred Huibers (Universiteit van Tilburg, TiasNimbas). Zij zijn telefonisch benaderd. Deze ongestructureerde interviews hebben gediend als inventariserende gesprekken.

Tevens is voor het eerste concept gekozen vanwege het onderzoek van ING en Nyenrode (2012), dat besproken is in paragraaf 2.5. Uit dit onderzoek is gebleken dat particuliere vastgoedbeleggers in 2011, en in mindere mate in 2012, ondanks de financiële crisis en krimpende markt toch groei als doel hadden. De verwachtingen van beleggers over het toekomstig rendement van aankomende jaren kan daarbij wijzen op overmoedigheid. Huisman e.a. (2012) hebben mogelijke overmoed bij de Nederlandse institutionele beleggers onderzocht, waarbij unieke survey data van aandelenmarkt voorspellingen van beleggers werden gebruikt. *Overconfidence* is een sleutelbegrip om te begrijpen waarom beleggingsstrategieën erg actief worden nagestreefd en overmatige handel plaatsvindt (DeBondt & Thaler, 1995). Tevens leidt *overconfidence* tot het nemen van meer risico (Baker en Wurgler, 2011). Daarom is het ook erg interessant om het risicogedrag van beleggers te onderzoeken. Het risico van beleggen in vastgoed is namelijk in tijden van de financiële crisis gestegen. Er is sprake van dalende rendementen, stijgende leegstand en algemene onzekerheid van banken en beleggers. Het financieren van beleggingen wordt bemoeilijkt waardoor extra aandacht komt te liggen bij te nemen risico's. Daarnaast, zoals eerder vermeld, hebben particuliere vastgoedbeleggers meer kennis van lokale markten waarin zij zich bevinden. Daarom is het interessant om te kijken naar de familiariteitsheuristiek. Deze gaat er vanuit dat beleggers zich veiliger voelen in een vertrouwde omgeving, waar zij specifieke kennis van denken te hebben. Beleggers beschouwen beleggingsproducten die zij beter begrijpen en waar zij vaak in beleggen als minder risicovol.

3.5 *Samenvatting theoretisch kader*

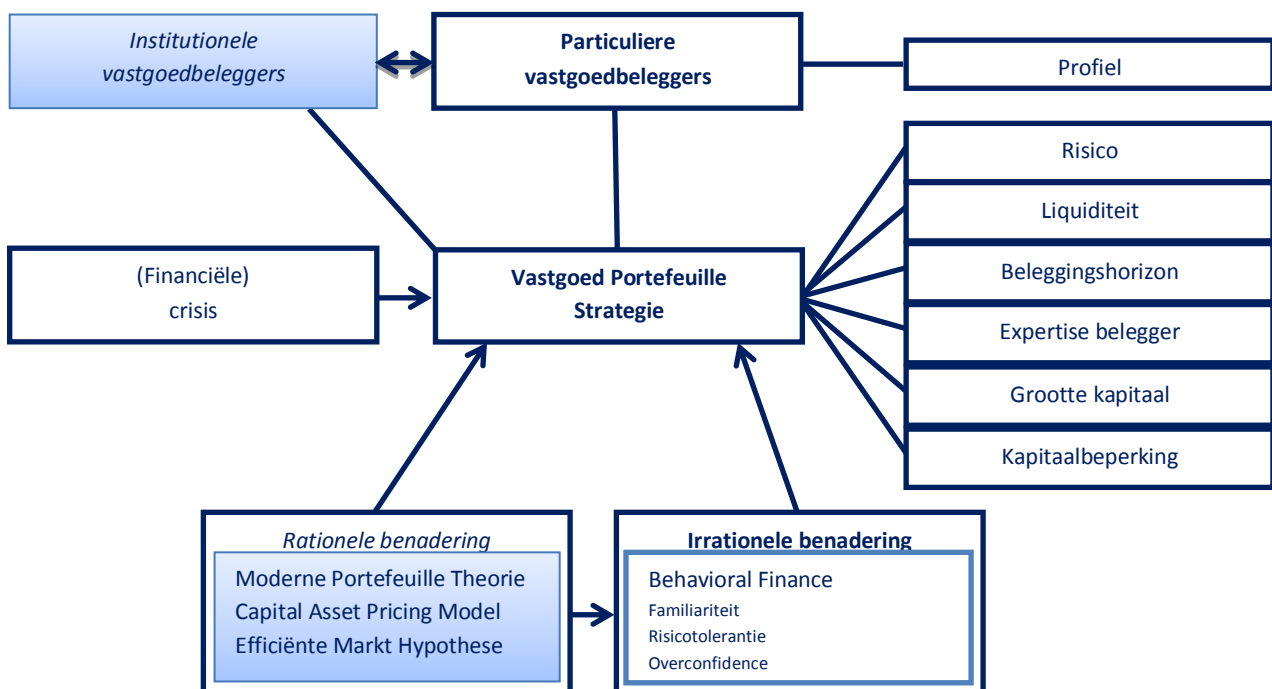
Hoofdstuk twee heeft een omschrijving gegeven van de vastgoedbeleggingsmarkt met zijn spelers, waarbij op de achtergrond rationaliteit een rol speelt zoals neoklassieke theorieën suggereren. Geconcludeerd kan worden dat vastgoedbeleggers een zeer heterogene groep vormen. Elke belegger maakt zijn eigen keuzes gebaseerd op verschillende overwegingen. Deze heterogeniteit is bij particuliere beleggers nog groter dan bij institutionele beleggers. Dit hoofdstuk heeft een psychologisch gerelateerde benadering beschreven, namelijk de Behavioral Finance. Deze benadering gaat er vanuit dat beleggers niet allemaal hetzelfde handelen en keuzes ook baseren op irrationele overwegingen. Beide hoofdstukken hebben ertoe geleid dat een verkenning naar de strategie en het gedrag van particuliere beleggers gewenst was. Het onderzoek van deze Master Thesis is verricht op basis van enkele psychologische concepten die ten grondslag liggen aan Behavioral Finance. Hierbij is de aandacht komen te liggen bij de persoonlijke gedragingen, keuzes en reacties van de particuliere belegger, ofwel Behavioral Finance Micro. Na een verkenning van tien psychologische concepten is een keuze gemaakt om drie van deze concepten nader te onderzoeken voor particuliere beleggers. Het volgende hoofdstuk geeft een uitgebreide omschrijving van de gekozen methoden en technieken om het doel van dit onderzoek te bereiken, namelijk een verkenning van de strategie en het gedrag van particuliere beleggers waarbij de toetsing van enkele theorieën centraal staat.

4. Methodologie

In dit hoofdstuk wordt nader ingegaan op de gebruikte methodologie in dit onderzoek. De werkwijzen om de portefeuillestrategieën van particuliere beleggers te analyseren en de psychologische concepten te onderzoeken worden geïntroduceerd. Allereerst worden in paragraaf 4.1 de conclusies van hoofdstuk 2 en 3 geïntegreerd in een conceptueel model. Dit model visualiseert de relaties tussen de kernbegrippen in dit onderzoek en is een middel voor het verzamelen en analyseren van data. Paragraaf 4.2 geeft een introductie voor de keuze om gebruik te maken van twee soorten methoden, namelijk kwantitatief en kwalitatief onderzoek. Daarbij komt de kwaliteit van het onderzoek ook aan bod. Paragraaf 4.3 gaat dieper in op kwantitatief onderzoek waarna in paragraaf 4.4 kwalitatief onderzoek uitgebreid besproken wordt. In de laatste paragraaf wordt de integratie van de twee methoden belicht.

4.1 Conceptueel model

Onderstaand model geeft een visuele weergave van het onderzoek. Centraal staat de particuliere vastgoedbelegger. De portefeuillestrategie van zowel institutionele als particuliere vastgoedbeleggers wordt beïnvloed door zowel economische theorieën, zoals uiteengezet in paragraaf 2.6 en Behavioral Finance besproken in hoofdstuk 3. Daarnaast speelt ook de (financiële) crisis een rol bij de strategie van beleggers. Er kan gekozen worden tussen een groei, consolidatie en het afbouwen van de portefeuille. Zoals beschreven in paragraaf 2.3, zijn daarbij verschillende aspecten van belang, namelijk risico, liquiditeit, beleggingshorizon, expertise belegger, grootte van het kapitaal en de kapitaalbeperking ofwel financiering van het vastgoed. Al deze aspecten komen samen in het model.



Figuur 4.1: Conceptueel model Master Thesis

4.2 *Mixed methods research: methodologische overwegingen*

De concepten in dit onderzoek zijn samen gebracht in een conceptueel model (figuur 4.1) en de onderlinge relaties zijn duidelijk. Het bepalen van de methodologie voor het onderzoek hangt nauw samen met het conceptueel model. Omdat verschillende actoren besproken en benaderd zijn voor het onderzoek en vanwege het verschil in theoretisch karakter van de rationele en irrationele theorieën, is gekozen voor een *mixed methods research*. Het eerste deel van het onderzoek richt zich op de portefeuillestrategie van de particuliere vastgoedbelegger, een grote heterogene groep die centraal staat in dit onderzoek. Daarbij worden de zes aspecten zoals genoemd in paragraaf 2.3 en in het schema op de vorige pagina betrokken. Tevens is de invloed van de Behavioral Finance onderzocht. Deze concepten zijn onderzocht door middel van kwantitatief onderzoek omdat een groot aantal waarnemingen en diverse kenmerken van deze groep worden geanalyseerd.

Het tweede deel van het onderzoek betreft kwalitatieve methodologie om een verschil tussen particuliere beleggers en institutionele beleggers te onderzoeken. Daarbij worden verklaringen gezocht voor het handelen van deze twee groepen waardoor een bredere context is geschetst. Daarvoor is een andere groep benaderd, namelijk vastgoedexperts, die een brede blik hebben op zowel particuliere als institutionele beleggers. Hiermee is vanuit verschillende invalshoeken gezocht naar de verklaringen voor de verschillen tussen particuliere en institutionele beleggers en hun portefeuillestrategie. De reden voor deze werkwijze, is dat het tweede deel van het onderzoek het eerste deel van het onderzoek versterkt én aanvult.

4.2.1 *Seriële verklarende strategie*

In deze paragraaf wordt aandacht besteed aan de onderliggende leidende motieven bij *mixed methods research* en wordt een korte uiteenzetting gegeven van de discussies rondom het gebruik van meerdere methoden over de aard van beide (kwalitatieve en kwantitatieve) benaderingen en de mate waarin deze kunnen worden gecombineerd. Hierbij kan gedacht worden aan de betrouwbaarheid en validiteit van kwantitatief en kwalitatief onderzoek.

Er is een groot aantal publicaties (Caracelli & Greene, 1993; Sale, Lohfeld & Brazil, 2002; Burke Johnson & Onwuegbuzie, 2004; Robinson, 2007) met argumenten voor het combineren van verschillende methoden, wat kan worden beschouwd als bewijs voor de mogelijkheid en haalbaarheid van een gemengd methodologische opbouw. Er zijn echter ook argumenten te vinden tegen de combinatie van verschillende methoden, zoals epistemologische verschillen tussen kwantitatieve en kwalitatieve benaderingen. Deze refereren aan principes met betrekking tot de sociale werkelijkheid en waarheid, en dat deze niet kunnen worden gecombineerd bij het streven naar het begrijpen van een enkel fenomeen (Bryman, 2012).

De belangrijkste reden waarom kwalitatieve en kwantitatieve methoden worden gecombineerd voor dit onderzoek is triangulatie. Triangulatie verwijst naar het gebruik van meer dan één benadering of zienswijze om een onderzoeksvraag te beantwoorden om het vertrouwen te versterken. Daarnaast speelt volledigheid een belangrijke rol, wat verwijst naar het vermogen van technieken om elkaar aan te vullen zodat een meer compleet beeld gecreëerd kan worden (Bryman, 2013). Door het combineren van verschillende methodieken in een onderzoek kunnen dimensies verbreed worden en daarmee de omvang van het project. Op deze manier kan een completer beeld geschetst worden van menselijk gedrag en ervaringen. Daarom is men beter in staat om sneller onderzoeksdoelen te

behalen en te begrijpen (Tashakkori & Teddle, 2003) of meer gedetailleerde antwoorden te verkrijgen (Miles & Huberman, 1994). Het doel is om de zwakke kanten van de ene methode op te vullen met de sterke kanten van de andere methode om een volledig antwoord te kunnen geven op onderzoeksvragen.

Er bestaan verschillende soorten *multi method designs* waarbij een onderscheid wordt gemaakt in volgorde en prioriteit.¹⁵ Voor dit onderzoek is gekozen voor een seriële verklarende strategie (*sequential explanatory design*) waarbij allereerst kwantitatieve data verzameld en geanalyseerd is wat gevolgd wordt door kwalitatieve data (Hanson e.a., 2005). Op deze manier worden de kwantitatieve gegevens ondersteund en verklaard door de kwalitatieve data die op een later moment verzameld zijn (Creswell, 2003). De uitkomsten van de analyse uit het kwantitatieve gedeelte zijn meegenomen bij het kwalitatieve gedeelte, waarna de integratie van de twee onderdelen plaatsvindt bij de interpretatie van alle gegevens en bij de beantwoording van de deelvragen (Hanson e.a.,2005).

Voorgaande heeft duidelijk gemaakt dat *mixed methods research* gebruikmaakt van numerieke gegevens die verzameld en geanalyseerd zijn door middel van kwantitatieve methode en dat kwalitatieve gegevens verzameld en geanalyseerd zijn om een bredere context te schetsen met verklaringen voor de kwantitatieve data.

4.2.2 Kwaliteit van het onderzoek

Criteria voor een goed (kwantitatief en kwalitatief) onderzoek zijn betrouwbaarheid en validiteit van de uitkomsten (de Vocht, 2009). Betrouwbaarheid (*reliability*) betreft de nauwkeurigheid van de meting en gaat na of deze consistent zijn. ‘Een belangrijk kenmerk van betrouwbare gegevens is dat ze reproduceerbaar zijn’ (de Vocht, 2009; p.10). Een indicator voor betrouwbaarheid bij kwantitatief onderzoek is de Cronbach’s Alpha, welke bepaalt hoe goed de parameters die worden gebruikt om een concept te meten daadwerkelijk dit concept meten (Bryman, 2012). Dit is niet van toepassing op dit onderzoek.

De geldigheid van de uitkomsten wordt beschreven door de validiteit (*validity*) en heeft daarmee betrekking op het meetinstrument zelf. Daarbij wordt een onderscheid gemaakt tussen interne en

Tabel 4.1: Begrippenoverzicht validiteit en betrouwbaarheid

	Intern	Extern
Validiteit	Kwaliteit meetinstrument	Generaliseerbaarheid
Betrouwbaarheid	Mate van ‘ruis’	Reproduceerbaarheid/stabiliteit

Bron: Basissyllabus Methoden en technieken module I, ASRE, 2013

externe validiteit. Interne validiteit verwijst naar de mate waarin de vermoedelijke oorzakelijke relaties in een onderzoek ook daadwerkelijk van causale aard zijn. Externe validiteit meet in hoeverre de onderzoeksresultaten gegeneraliseerd kunnen worden naar de gehele populatie. Tabel 4.1 geeft een schematische weergave van de interne en externe validiteit en betrouwbaarheid.¹⁶

¹⁵ Voor een uitgebreid overzicht van verschillende soorten *multi method designs* zie bijlage 2.9.

¹⁶ Bryman beschrijft de criteria voor kwalitatief onderzoek met vier andere categorieën die overeenkomen met de interne en externe validiteit en betrouwbaarheid. Voor de uitleg van Bryman over de criteria van kwalitatief onderzoek zie bijlage 2.10.

4.3 De portefeuillestrategie van de particuliere belegger – kwantitatief onderzoek

De eerste doelstelling van dit onderzoek is een algemeen profiel te schetsen van de particuliere vastgoedbelegger in Nederland. Daarbij zijn onder andere aspecten als beleggingsvermogen en -horizon, rendementseisen en locatiekeuze aangehaald. Tevens worden drie verschillende psychologische concepten geanalyseerd waarover meer uitleg in paragraaf 4.3.3. Om deze doelstelling te bereiken is het eerste empirische gedeelte van de analyse toetsend en van kwantitatieve aard. Deze deductieve manier van onderzoeken maakt gebruik van het toetsen van hypothesen. Numerieke data is vergaard om tot een theorie te komen. Deze numerieke data is verzameld door middel van enquêtes. Bryman (2012) noemt enkele belangrijke uitgangspunten bij kwantitatief onderzoek die van toepassing zijn op enquêtes.

Het grote voordeel, en tevens de eerste veronderstelling van kwantitatief onderzoek, is dat de mogelijkheid bestaat om tot generalisatie te komen. Met andere woorden, de getrokken steekproef kan representatief zijn voor de gehele populatie in het onderzoek (de Vocht, 2009). In dit onderzoek zijn particuliere vastgoedbeleggers de populatie. Vanwege de hoge mate van versnipperdheid van deze groep en omdat voor deze groep geen publieke verslaglegging is vereist, is geen adequate volledige informatie bekend over particuliere vastgoedbeleggers. Deze aanname wordt ook gedaan in het onderzoek van ING & Nyenrode: *‘Omdat er geen zicht te krijgen is op de totale populatie, is een representatieve steekproef – in strikt statische zijn – daardoor niet te bepalen’* (ING & Nyenrode, 2012; p.11). Om deze reden is het puur statistisch gezien niet mogelijk om tot generalisatie te komen.

De tweede veronderstelling dat een enquête als meetinstrument belangrijk is, is omdat de mate van een verband tussen verschillende variabelen gemeten kan worden. Ook kunnen diverse categorieën gevormd worden en kan een bepaalde mate van samenhang of invloed van variabelen gemeten worden. Op deze manier kan de causale aard van parameters onderzocht worden.

De laatste veronderstelling die genoemd wordt door Bryman (2012) is replicatie, ofwel kan het onderzoek op een exact dezelfde manier nogmaals worden uitgevoerd. Een duidelijke omschrijving van de gekozen technieken in het onderzoek verhoogt de repliceerbaarheid en verkleint dus de kansen op verborgen vooroordelen of subjectiviteit in de resultaten (Bryman, 2012). Dit is ook toegepast in dit onderzoek waardoor transparantie is vergroot, dit onderzoek herhaald kan worden en verder onderzoek naar particuliere vastgoedbeleggers kan volstaan.

4.3.1 Steekproef

In deze paragraaf wordt de onderzoekspopulatie omschreven en wordt het proces omtrent de enquête uiteengezet zodat de transparantie van de methodologie duidelijk wordt. In totaal zijn 715 enquêtes gestuurd naar particuliere vastgoedbeleggers. De selectie is gebaseerd op de gegevens die Troostwijk Real Estate voor handen heeft over particuliere beleggers. In totaal staan er ongeveer 1000 beleggers in de database van Troostwijk, welke afgelopen jaren is opgebouwd. Alle gegevens van de beleggers zijn gecontroleerd op het internet en via de Kamer van Koophandel. Uit dit bestand zijn 285 beleggers verwijderd wegens incorrecte of onvolledige gegevens. De enquête is aan vier personen als pilot voorgelegd om nog enkele fouten uit de enquête te halen voordat deze definitief verstuurd is. De enquêtes zijn op dinsdag 16 en woensdag 17 april 2013 per post verstuurd zodat de

beleggers deze op woensdag 17 en donderdag 18 april 2013 hebben ontvangen.¹⁷ Op 23 april 2013 is een e-mail bericht gestuurd naar beleggers die de enquête nog niet hadden ingevuld met de vraag of zij de enquête hebben ontvangen, en is een link gestuurd naar de digitale versie van de enquête die opgesteld is op de website www.surveymonkey.nl. Op 6 mei 2013 is een tweede herinneringsbericht gestuurd naar de beleggers die nog niet hadden gereageerd. Tevens is op verschillende momenten nagebeeld of de enquête goed ontvangen is en of een reactie kon worden verwacht. In totaal hebben 45 beleggers de enquête ingevuld. De volledige enquête is te vinden in bijlage 3.1.

4.3.2 Enquête

De enquête is opgedeeld in drie delen. Het eerste deel betreft het algemene profiel van de particuliere vastgoedbelegger in Nederland en bevat tevens enkele commerciële vragen die relevant zijn voor Troostwijk Real Estate. Het tweede deel van de vragenlijst gaat dieper in op risico en rendement van beleggen in direct vastgoed. Ook worden in dit gedeelte vragen gesteld over portefeuillestrategieën van particuliere beleggers en wordt een brug geslagen naar de Behavioral Finance door in te gaan op risicotolerantie. Het laatste deel heeft betrekking op de algemene vastgoedkennis van de beleggers. Bij deze vragen wordt het concept *overconfidence* gemeten.

a) Profiel

De eerste vraag in de enquête heeft betrekking op de beleggingshorizon van de particuliere belegger. De keuze tussen de drie categorieën binnen een ordinale schaal is gebaseerd op advies van Troostwijk. De tweede vraag betreft een zelfbeeld van de particuliere belegger. De respondent geeft aan of hij vindt dat hijzelf een defensieve, gemiddelde of offensieve belegger is. De derde vraag is een puur informatieve vraag die een beeld schetst van het totale belegbare vermogen van particuliere beleggers in Nederland. De vierde vraag is gebaseerd op de deelmarkten zoals besproken in hoofdstuk 2. Er is ervoor gekozen om het antwoord in zowel percentages als euro's te kunnen geven omdat beleggers soms niet precies weten hoeveel een enkele belegging heeft gekost, maar wel welk aandeel het van de gehele portefeuille betreft. Mocht een bedrag in euro's zijn genoemd, kan dit altijd naar een percentage worden teruggerekend. Vraag 5 heeft betrekking op de financiering van beleggen in direct vastgoed. Vaak wordt gebruik gemaakt van vreemd vermogen voor de financiering van direct vastgoed wegens de hoge transactiepreizen van deze vermogenstitels. Vraag 6 betreft een globale vraag over de portefeuillestrategie van beleggers in de afgelopen jaren en voor de nabije toekomst. Vraag 7 tot en met 9 in de enquête zijn voornamelijk interessant voor Troostwijk en hebben betrekking op locatiekeuze van beleggers met beredenering. Vraag 10 in de enquête gaat in op leegstaand vastgoed.

b) Rendement en risico

Bij vraag 11 tot en met 14 wordt onderscheid gemaakt tussen direct rendement en indirect rendement. Deze vragen hebben betrekking op de rendementseis van de belegger en maken daarbij nog onderscheid tussen eigen vermogen en vreemd vermogen. Vraag 15 is een manier om *overconfidence* te meten. Hier wordt in paragraaf 4.3.2 dieper op ingegaan. Vraag 16, 17 en 18 zijn ook van toepassing op Behavioral Finance en komen uitgebreid aan bod in de volgende paragraaf. Vraag 19 gaat dieper in op de portefeuillestrategie van particuliere beleggers met betrekking op de financiële crisis.

¹⁷ Op advies van de marketingafdeling van Troostwijk is de enquête niet op maandag en vrijdag aan de belegger voorgelegd omdat op deze dagen minder respons komt.

c) Kennis over vastgoed

De vragen in dit deel van de enquête worden gebruikt om *overconfidence* te meten. De wetenschappelijke verantwoording komt in de volgende paragraaf aan bod. De vragen die gesteld zijn in het onderzoek worden ondersteund met gegevens van eerder uitgevoerd onderzoek en maken gebruik van gegevens van instituties als ROZ/IPD, jaarverslagen van bedrijven en wetenschappelijke literatuur.

4.3.3 Relevante psychologische biases en heuristieken

Zoals aangegeven in paragraaf 3.5 is gekozen om drie psychologische concepten te toetsen, namelijk 1) *overconfidence* 2) *risicotolerantie* en 3) *familiariteitsheuristiek*. De methoden om deze concepten te analyseren worden in deze subparagraaf besproken.

a) *Overconfidence*

In psychologisch onderzoek wordt *overconfidence* ook wel gedefinieerd als *miskalibratie*. Miskalibratie berust op het feit dat mensen de neiging hebben om de precisie van hun kennis te overschatten. In experimenten over kalibratie beantwoorden deelnemers een reeks van (algemene kennis) vragen en geven daarbij hun vertrouwen aan in hoeverre zij de vraag juist beantwoord hebben. Kalibratie wordt getoetst door het vergelijken van het percentage van de vragen die een deelnemer correct beantwoord heeft met het gemiddelde vertrouwen van de participanten in de antwoorden op deze vragen. Personen worden 'goed gekalibreerd' geacht wanneer voldaan is aan de voorwaarde dat '*over the long run of those responses made with confidence P, about P% should be correct* (Adams, 1957)' (Michailova, 2010). De meeste mensen zijn niet goed gekalibreerd en laten *overconfidence* zien, welke zich manifesteert door een systematische afwijking van perfecte kalibratie en kan gedefinieerd worden als een 'ongerechtvaardigd geloof in de juistheid van een antwoord' (Lichtenstein, Fischhoff en Philips, 1977). Kenmerkend voor alle vragen is dat het percentage van correcte antwoorden lager is dan de toegewezen waarschijnlijkheid (Lichtenstein, Fischhoff en Philips, 1982).

Een tweede manier om *overconfidence* te meten is om participanten een boven- en ondergrens aan te laten geven bij een reeks onbekende numerieke antwoorden zodat een participant X procent zeker is dat het juiste antwoord valt binnen het genoemde interval. De gebruikelijke bevinding is dat de kansverdelingen van participanten te marginaal zijn (Lichtenstein, Fischhoff en Philips, 1982). Een voorbeeld daarvan is dat wanneer een participant wordt gevraagd een 90 procent betrouwbaarheidsinterval te stellen voor een onzekere hoeveelheid, het percentage werkelijke waarden dat buiten het interval, hoger dan 10 procent is (het percentage van de verrassingen van een perfect gekalibreerde persoon).

Deze twee methoden zijn in dit onderzoek allebei gebruikt. In de vragenlijst zijn algemene kennisvragen over vastgoed gesteld waarbij de beleggers aan hebben gegeven hoe zeker zij zijn van hun antwoorden. Daarnaast zijn drie panden voorgelegd die eind 2012 verhandeld zijn op de markt. Bij het eerste pand is gevraagd hoeveel huur men verwacht te kunnen krijgen. Bij het tweede pand hebben zij aangegeven voor hoeveel zij het vastgoedobjecten wilden kopen en voor het derde pand is de kapitalisatiefactor gevraagd. Dit wordt vergeleken met de gegevens die daadwerkelijk bekend zijn over deze drie panden. Op deze twee manieren wordt getoetst hoe zeker particuliere beleggers zijn over hun eigen kennis.

b) *Risicotolerantie: Global Portfolio Allocation Scoring System (PASS)*

Het *Global Portfolio Allocation Scoring System (PASS)* bevat zes stellingen over risico's met betrekking tot beleggen en meet risicotolerantie bij beleggers (Droms & Strauss, 2003). De PASS vragenlijst vraagt beleggers zichzelf te beoordelen op een vijfpuntschaal met zes risico-rendement doelstellingen. 1 tot en met 5 punten worden toegewezen op deze vragen met een maximale score van 30. Hoe meer punten worden behaald, hoe meer de portefeuille georiënteerd is op *equity investments*. Omgekeerd, een lage score laat zien dat de portefeuille zich oriënteert richting vastrentende beleggingen. Deze PASS vragenlijst is een '*agressiveness index*'. Hoe agressiever de rendementsdoelstellingen van een belegger zijn en hoe hoger de risicotolerantie van diegene, hoe meer punten worden behaald in de vragenlijst. Deze vragenlijst onderstreept dat naarmate men hogere rendementen wil verdienen, beleggers een hoger risico moeten accepteren. PASS is toegepast bij vraag 18 in de enquête, te vinden in bijlage 3.1.

c) *Familiariteitsheuristiek*

Vertrouwdheid geeft de mens een veiliger gevoel. Wanneer het gaat om investeringsbeslissingen, beschouwen beleggers vertrouwde beleggingsproducten als veiliger. De Moderne Portefeuille Theorie gaat ervan uit dat individuen het maximale nut nastreven. De risicomijdende belegger zou daarom een voorkeur moeten hebben voor diversificatie, dat het risico van de gehele portefeuille minimaliseert. Het tegenovergestelde blijkt echter waar, waarbij beleggers zich voornamelijk richten op activa die voor hen bekend zijn en waarbij zij zich gerust gesteld voelen. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat beleggers specifieke informatie bezitten over de producten waarmee zij vertrouwd zijn en dus ook misbruik maken van dit informatievoordeel. Echter, voor deze theorie is weinig empirisch bewijs. Het artikel van Wang, Keller en Siegrist (2011) heeft bewijs geleverd voor het gedrag van beleggers, maar komt met een andere verklaring, namelijk '*distorted probability judgment*' (vervormd waarschijnlijkheidsoordeel). Beleggers zijn optimistisch en onderschatten de risico's van beleggingsproducten waarmee zij vertrouwd zijn. Het onderzoek toont aan dat beleggers denken dat bepaalde beleggingsproducten makkelijker te begrijpen zijn en meer voorkomen, maar ook ervaren zij dat deze minder risicovol zijn.

De bevindingen van het onderzoek van Wang, Keller en Siegrist (2011) duiden erop dat de waargenomen risico's van de beleggingsproducten hoog gecorreleerd zijn met zelf gerapporteerde kennis van deze activa. Dit terwijl de correlaties van de waargenomen risico's met de objectieve risico maatstaven van historische data veel lager lagen. Dit impliceert dat de meeste beleggers de onderliggende risico's van beleggingsproducten niet begrijpen, maar keuzes maken op basis van een onderbuik gevoel, wat impliceert dat zij antwoorden volgens de familiariteitsheuristiek. Tevens waren de respondenten vaker gevoelig voor een bepaalde mate van *home bias*, dat wil zeggen dat ze de binnenlandse aandelen of obligaties makkelijker denken te begrijpen en minder risicovol vinden dan internationale producten. De methode die gebruikt wordt in het onderzoek van Wang, Keller en Siegrist (2011) wordt ook in deze Master Thesis toegepast. Deze vragen die hierbij gebruikt zijn, welke kwalitatieve risicodimensies meten, zijn overgenomen uit voorgaand empirisch onderzoek (Fischhoff e.a., 1978; Brachinger en Weber, 1997; Diacon en Ennew, 2001).

Tabel 4.2 geeft een overzicht van de begrippen en beschrijvingen van de zeven vragen die gebruikt zijn in de enquête. De eerste drie vragen (begrijpen, vakkennis, prevalentie) corresponderen met familiariteit. De laatste vier vragen (risico op kapitaal verlies, risico op lager rendement dan

verwacht, volatiliteit en winst kans op hoger dan inflatie) corresponderen met de verschillende statistische maten van risico. Elke deelnemer heeft ook het waargenomen risico van elke deelmarkt beoordeeld door het beantwoorden van de volgende vraag 'Kunt u aangeven hoe risicovol u elke deelmarkt vindt om in te beleggen' met een vijfpuntsschaal van 1 (totaal niet risicovol) tot en met 5 (erg risicovol).

Tabel 4.2: Meten Familiariteit en risico

	Beschrijving/ Vraag	Begin- en eindwaarde	
Begrijpen	1. Heeft u het gevoel dat dit beleggingsproduct makkelijk is om te begrijpen?	1 = erg makkelijk	5 = erg moeilijk
Vakkennis	2. Zijn de risico's van deze beleggingsproducten bekend bij experts?	1 = helemaal niet	5 = juist wel
Prevalentie	3. Hoe prevalent zijn deze beleggingsproducten onder particuliere beleggers in Nederland?	1 = totaal niet prevalent	5 = erg prevalent
Risico op kapitaalverlies	4. Hoe hoog is het risico van dit beleggingsproduct dat al het geïnvesteerde geld verloren zal gaan?	1 = erg laag	5 = erg hoog
Risico op lager dan verwacht	5. Hoe hoog is het risico dat het rendement van dit beleggingsproduct lager is dan verwacht?	1 = erg laag	5 = erg hoog
Variantie	6. Hoe volatiel zijn is de winst en verlies van dit beleggingsproduct	1 = erg hoog	5 = erg laag
Kans op hoger dan inflatie	7. Hoe groot is de kans dat bij dit beleggingsproduct de winst hoger is dan de inflatie?	1 = erg laag	5 = erg hoog

4.3.4 Methoden

In dit onderzoek is overwegend gebruik gemaakt van beschrijvende statistiek. De resultaten worden ondersteund met frequentietabellen, cirkeldiagrammen en histogrammen ter verduidelijking. Daarnaast is gebruik gemaakt van non-parametrische statistische toetsen in het computerprogramma SPSS. De reden die hieraan ten grondslag ligt, is dat niet altijd wordt voldaan aan de veronderstellingen van parametrische toetsen, zoals normaliteit. Daarbij zijn non-parametrische toetsen geschikt voor kleine steekproeven en voor situaties waarin variabelen op nominaal of ordinaal niveau zijn gemeten. De toetsen die gebruikt zijn om verschillen tussen groepen te meten zijn de Mann-Whitney U-toets, waarbij nagegaan wordt of een verschil tussen twee onafhankelijke steekproeven op een ordinale variabele op toeval berust, en de Wilcoxon signed-ranktoets die onderzoekt of er een significant verschil bestaat tussen twee gekoppelde steekproeven. Om te onderzoeken of er een verband bestaat tussen twee ordinale variabelen is gebruik gemaakt van Spearman's rangcorrelatie. Deze toets is gebruikt om de familiariteitsheuristiek te onderzoeken.

4.4 Verklaringen voor gedrag, verdere diepgang - Kwalitatief onderzoek

Naast de afgenomen enquêtes is ook gekozen voor aanvullend kwalitatief onderzoek. Kwalitatief onderzoek gaat dieper in op de aard en de context van verschijnselen (Lucassen & Olde Hartman, 2007). Bryman noemt verschillende karakteristieken van kwalitatief onderzoek die van toepassing zijn op dit onderzoek en deze worden daarom kort uiteengezet. Omdat er weinig theorieën en literatuur bestaat over particuliere vastgoedbeleggers moet dit onderzoek zogenaamd 'Grounded Theory' opleveren. Hierover wordt meer verteld in subparagraaf 4.4.1.

Het tweede belangrijke kenmerk van kwalitatief onderzoek is dat het gebruikmaakt van flexibele methoden 'in die zin dat naast een aantal van tevoren bedachte onderwerpen op de vragenlijst de participant zelf ook onderwerpen kan aandragen en daarop kan ingaan' (Boeije, 't Hart & Hox, 2009). Deze methode past goed bij de heterogeniteit van de groep particuliere beleggers en geeft ruimte om verschillend te reageren op gestelde vragen en antwoorden. Het belangrijkste kenmerk van

kwalitatief onderzoek is daarom de openheid ervan waarbij slechts enkele hoofdvragen vooraf geformuleerd zijn, waarna doorgevraagd kan worden op de antwoorden van de geïnterviewden.

4.4.1 *Grounded Theory en semigestructureerde interviews*

Grounded Theory is een benadering om theorieën te genereren uit de verzamelde data door middel van codering (Bryman, 2012). Door gebruik te maken van codering, kunnen met de verzamelde data, die gestructureerd genoeg zijn, relevante uitspraken gedaan worden en een theorie worden gevormd. Om deze reden is gekozen voor semigestructureerde interviews. De interviews kunnen verklarende en diepgaande informatie leveren, maar bieden ook een methode voor *Grounded Theory* met kwalitatieve data voor een uitgebreide analyse.

Een belangrijke aspect van semigestructureerde interviews en waardoor voor deze methode gekozen is, is omdat een vergelijking gemaakt dient te worden tussen verschillen in motivaties van institutionele en particuliere beleggers. Tevens wordt geacht een verklaring te geven voor de verschillen tussen deze groepen. Interviews kunnen onderliggende oorzaken en motivaties blootleggen van resultaten die uit de analyse van de enquête naar voren zijn gekomen. Op deze manier wordt vanuit verschillende invalshoeken dieper ingegaan op het beleggen in vastgoed door particuliere en institutionele beleggers in Nederland.

Over beide partijen is niet dezelfde informatie beschikbaar. Institutionele beleggers dienen hun resultaten in jaarverslagen weer te geven, wat bij particuliere beleggers niet het geval is. Met behulp van interviews kan aan beide partijen gevraagd worden hoe zij zichzelf zien en vergelijken met de andere groep. Daarnaast speelt triangulatie hier weer een belangrijke rol. Triangulatie wordt gecreëerd door het gebruiken van meerderen soorten onderzoeksmethoden, namelijk semigestructureerde interviews en *Grounded Theory*. Door het gebruik van deze twee technieken kan aanvullende informatie geleverd worden, maar zullen ook veel dezelfde standpunten gegenereerd worden wat het mogelijk maakt om bevindingen van de ene techniek te verifiëren met de bevindingen van de andere techniek. Ook zijn verschillende groepen respondenten benaderd zodat er vanuit diversen gezichtspunten naar het onderwerp wordt gekeken, ofwel triangulatie ontstaat. Om er voor te zorgen dat de resultaten een daadwerkelijke afspiegeling zijn van het kwalitatieve onderzoek, zijn de transcripten van de interviews naar de geïnterviewden gestuurd wanneer deze dit nodig achtten.

4.4.2 *Geïnterviewden*

De steekproef van particuliere beleggers, institutionele beleggers en experts is gedaan op basis van de respons van de ingevulde enquêtes, advies van Troostwijk Real Estate, van drs. Marquard en door het lezen van literatuur en nieuwsberichten. Er is getracht drie groepen te interviewen, namelijk particuliere beleggers, institutionele beleggers en vastgoedexperts.¹⁸ Daarnaast hebben de eerste interviews inzicht en advies gegeven voor andere personen die antwoord kunnen geven op verdere vragen. Dit wordt ook wel *'snowball-sampling'* genoemd (Bryman, 2012). Het aantal geïnterviewden hing af van bereidwilligheid van de geïnterviewden waarmee contact is opgenomen en de tijd en moeite die het heeft gekost om antwoord te kunnen geven op de onderzoeksvragen. Omdat het onderzoek een cyclisch iteratief proces bevat, wat betekent dat de analyse van vergaarde data al

¹⁸ In bijlage 4.2 is een lijst te vinden van personen die zijn geïnterviewd.

begint en doorgaat gedurende de fase van het verzamelen van data, was het relatief eenvoudig om de opvolgende interviews te plannen met de gegevens uit eerdere interviews. Mochten bepaalde aspecten bij eerdere interviews onduidelijk blijven, kon dit bij latere interviews opnieuw gevraagd worden. De personen die geselecteerd zijn voor een interview zijn benaderd via de telefoon en de e-mail. De interviews hebben vervolgens plaatsgevonden bij de beleggers thuis of op het werk.

In totaal zijn negen personen geïnterviewd. De keuze voor de vijf particuliere beleggers is gebaseerd op de vraag in de enquête of zij open stonden om benaderd te worden voor een interview. Daarbij is gelet op enige landelijke spreiding. Naast vijf particuliere beleggers zijn vier deskundigen geïnterviewd die werkzaam zijn (geweest) als institutionele belegger dan wel ruime relevante ervaring hebben binnen de vastgoedbeleggingswereld.

De heer Weisz is benaderd op advies van de heer Marquard. Robert Weisz is momenteel partner/aandeelhouder van Timevest BV, een particuliere internationale beleggingsgroep in commercieel vastgoed. Tevens is hij werkzaam geweest bij Blauwhoed BV, Wereldhave NV, de DBN Groep en Pan Eurohome BV, wat aangeeft dat hij beschikt over een ruime ervaring en deskundigheid in vastgoed. Tevens is hij als docent verbonden geweest aan de Amsterdam School of Real Estate, de Technische Universiteit Eindhoven en de Erasmus Universiteit in Rotterdam. Ook is Weisz lid van het Royal Institute of Chartered Surveyors (MRICS) en is hij medeauteur van het studieboek Onroerend goed als belegging.

De heer Bakker is benaderd op advies van Troostwijk wegens zijn werkzaamheden binnen de vastgoedsector. Joost Bakker is momenteel directeur bij Zublin Real Estate Holding NV, een dochter onderneming van Zublin Immobilien GmbH, een Zwitsers beursgenoteerd vastgoedbedrijf. Momenteel wordt de Nederlandse dochter onderneming afgestoten waarbij de Nederlandse portefeuille grotendeels wordt verkocht aan particuliere beleggers. Tevens is Joost Bakker werkzaam geweest bij Cushman & Wakefield en Aldi Real Estate.

De heer Rijntjes is Portfolio manager bij Redevco, een private internationaal opererende vastgoedonderneming die in het bezit is van grote retail portefeuilles in Europa. Daarnaast is Maurice Rijntjes werkzaam geweest bij onder andere Syntrus Achmea Real Estate waardoor hij ervaring heeft als institutionele en particuliere belegger.

De Heer Vermeeren heeft een ruime ervaring binnen de institutionele beleggingswereld door zijn werkzaamheden bij Bouwinvest BV, Unibail-Rodamco NV en Wereldhave NV.

De transcripten van de interviews zijn te vinden in bijlage 4.3.

4.4.3 Analyse en codering

De data afkomstig uit het kwalitatieve gedeelte van dit onderzoek bestaan uit teksten in de vorm van transcripten van de interviews. In de analyse van kwalitatief onderzoek moet ruimte zijn *'om de in woorden uitgedrukte betekenissen en interpretaties van de onderzochten te behouden'* (Boeije & 't Hart & Hox, 2009). Coderen betekent eigenlijk de tekst opsplitsen in coherente analytische eenheden in functie van de analyse. Dit wordt achteraf, na de interviews, gedaan en is dus een indicatieve analyse methode. Coderen wordt dus gebruikt om de data te reduceren en te ordenen. Allereerst is een lijst met codes gemaakt waarna onder elke code citaten uit de interviews zijn gehangen. Op deze manier ontstaat een codeboom met relevante informatie over verschillende onderwerpen over het beleggen in vastgoed. De codes hebben geleid tot verschillende schema's waarbij de relaties tussen verschillende onderwerpen duidelijk zijn geworden.¹⁹

4.5 Integratie kwantitatief en kwalitatief onderzoek

Zoals duidelijk geworden is uit dit hoofdstuk, bestaat het empirische gedeelte van dit onderzoek uit twee delen. Het eerste deel schetst een algemeen profiel van de particuliere belegger, verzamelt numerieke data over particuliere beleggers en analyseert drie verschillende psychologische concepten. De resultaten van het kwantitatieve onderzoek worden in hoofdstuk 5 uiteengezet. Het tweede gedeelte probeert een verklaring te vinden voor de uitkomsten uit het eerste gedeelte van het onderzoek en probeert een duidelijk verschil te schetsen tussen institutionele en particuliere beleggers. De analyse van het kwalitatieve onderzoek wordt in hoofdstuk 6 gepresenteerd. De brug die gelegd wordt tussen de twee delen is het belangrijkste gedeelte van dit onderzoek en komt in hoofdstuk 7 uitgebreid aan bod. In dat hoofdstuk zal antwoord gegeven worden op de deelvragen wat leidt naar het antwoord op de hoofdvraag van dit onderzoek.

¹⁹ De codeboom en schema's met verbanden tussen onderwerpen zijn te vinden in bijlage 4.4 en 4.5.

5. Resultaten kwantitatief onderzoek – enquête

In dit hoofdstuk worden de resultaten van de enquêtes besproken. Paragraaf 5.1 bevat de algemene gegevens van de respondenten en beschrijvende en toetsende statistiek, zodat een algemeen beeld geschetst kan worden van de particuliere belegger in Nederland. In de tweede paragraaf komen de drie verschillende psychologische concepten aan bod, zoals besproken in paragraaf 4.3.3. Daarbij wordt gekeken naar het risicogedrag van particuliere beleggers en naar gedragskenmerken van de respondenten. In de laatste paragraaf wordt een korte conclusie gegeven van dit hoofdstuk.

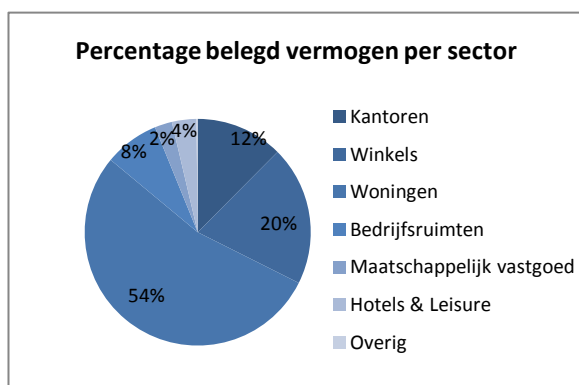
5.1 Beschrijvende statistiek - algemeen profiel van de particuliere vastgoedbelegger

In tabel 5.1 is te zien dat in totaal 45 particuliere beleggers de enquête hebben ingevuld.²⁰ De gemiddelde leeftijd van de respondenten bedraagt ruim 51 jaar. Daarnaast valt op dat ruim 70 procent van de respondenten hoog is opgeleid, wat wil zeggen dat zij een HBO of Universitaire studie hebben afgerond.

Ruim de helft van de beleggers heeft een beleggingshorizon van meer dan 15 jaar. Daarbij typeert het grootste gedeelte van de beleggers zichzelf als een gemiddelde belegger. Dit houdt in dat de particuliere belegger per belegging beoordeelt of het rendement en het daarbij behorende risico aanvaardbaar is. Het kleinste deel beschouwt zichzelf als een offensieve belegger, die een hoog rendement prefereert en bereid is daar het bijbehorende risico bij te lopen. Het gemiddeld belegd vermogen in direct vastgoed bedraagt bijna 116 miljoen euro. De spreiding van het totaal belegd vermogen onder de particuliere beleggers is echter erg groot. 78 procent van de beleggers heeft daarbij aangegeven gebruik te maken van financiering, waarbij gemiddeld 55 procent van de beleggingen wordt gefinancierd met vreemd vermogen. Het totaal belegd vermogen van de geënquêteerde particuliere beleggers bedraagt 4,6 miljard euro.

Tabel 5.1 Algemene gegevens respondenten

	n	%
Totaal aantal respondenten	45	100,0
Vrouwen	0	0
Mannen	45	100
Leeftijd		
18 - 29	2	5,7
30-49 jaar	13	37,1
50+	20	57,1
Opleidingsniveau		
Hoog	26	72,2
Laag	10	27,2
Beleggingshorizon		
< 5 jaar	2	4,4
5 – 15 jaar	17	37,8
>15 jaar	26	57,8
Type belegger		
Defensief	5	11,4
Gemiddeld	35	79,5
Offensief	4	9,1
Totaal belegd vermogen		
minimum	€ 125.000	
maximum	€1.000.000.000	
gemiddeld	€ 115.827.500	
Vreemd vermogen		
Ja	35	77,8
Nee	10	22,2
Gemiddeld % VV	55,43	



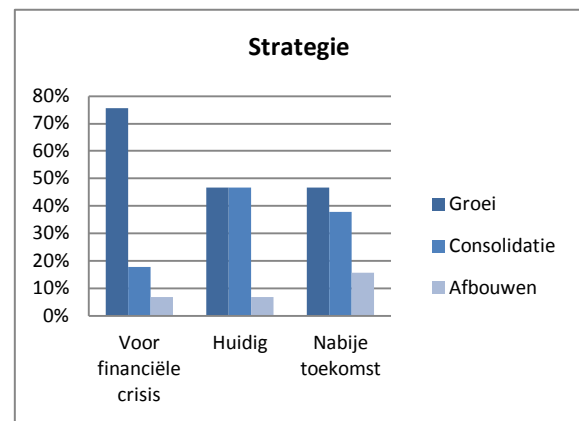
Figuur 5.1: Percentage belegd vermogen per sector

Figuur 5.1 geeft een weergave van het percentage belegd vermogen per deelmarkt. Te zien is dat 54 procent van het totale belegde vermogen van de geënquêteerde beleggers is belegd in woningen. Winkels en kantoren volgen op de tweede en derde plaats. De sectoren bedrijfsruimten, maatschappelijk vastgoed, hotels & leisure en overig, maken samen bijna een kwart van de beleggingen in direct vastgoed uit.

²⁰ Van alle respondenten is 100 procent man. Dit komt overeen met de gedachte dat vooral mannen in direct vastgoed beleggen en er weinig tot geen vrouwelijke particuliere beleggers bekend zijn.

Strategie

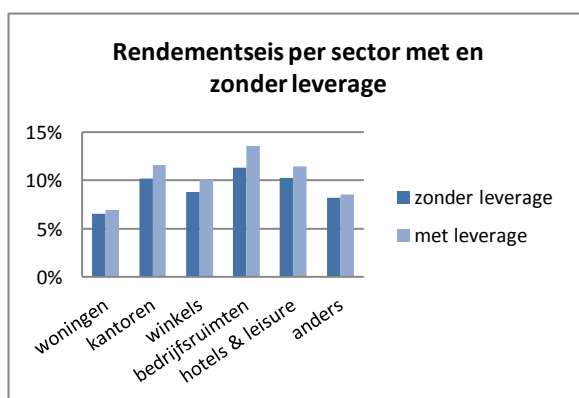
Aan de particuliere beleggers is gevraagd welke vastgoedstrategie zij voor de financiële crisis hebben gehanteerd, zij momenteel hanteren en zullen hanteren in de nabije toekomst. De resultaten zijn in figuur 5.2 te zien. Voor de financiële crisis wilde 76 procent zijn portefeuille laten groeien. In de huidige economische tijd is het percentage dat zijn portefeuille wil laten groeien teruggelopen tot 46 procent. Het percentage beleggers dat kiest voor consolidatie is tijdens de financiële crisis eveneens 46 procent. Het percentage beleggers dat de portefeuille wil afbouwen is momenteel even hoog als voor de financiële crisis. In de nabije toekomst kiezen evenveel beleggers voor groei als op dit moment het geval is. Het percentage beleggers dat kiest voor consolidatie neemt af maar het percentage beleggers dat zijn portefeuille wil afbouwen stijgt. Er bestaat dus een tendens dat particuliere beleggers hun portefeuille willen afbouwen door de financiële crisis.



Figuur 5.2: Strategie particuliere belegger: voor, tijdens en na de crisis

Rendement

Bijna 80 procent van de particuliere beleggers heeft aangegeven direct rendement het meest belangrijk te vinden bij het beleggen in vastgoed. Dat wil zeggen dat de maandelijkse huurinkomsten belangrijker zijn dan de waardegroei van het vastgoed dat zij in bezit hebben. De gemiddelde rendementseis per sector die particuliere beleggers hanteren, is weergegeven in figuur 5.3. Er is gevraagd welke rendementseis gehanteerd wordt rekening houdend mét het gebruik van vreemd vermogen (*leverage*) en zonder het gebruik van vreemd vermogen. Zoals in hoofdstuk 2 is uitgelegd, kan het gebruik van vreemd vermogen het rendement op het eigen vermogen doen verhogen door hefboomwerking. In elke sector is te zien dat beleggers een hogere rendementseis stellen als rekening wordt gehouden met het gebruik van vreemd vermogen. Daarbij is met behulp van de

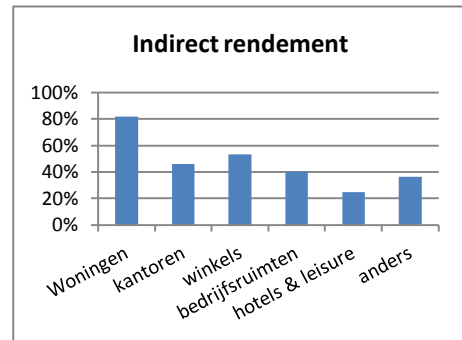


Figuur 5.3: Rendementseis per sector met en zonder gebruik vreemd vermogen

Wilcoxon signed-ranktoets onderzocht of er een significant verschil bestaat tussen de rendementseis met of zonder het gebruik van vreemd vermogen. Deze toets heeft aangetoond dat er bij de sectoren winkels ($Z = -2,598$, asymp. sig. 0,009) en bedrijfsruimten ($Z = -2,102$, asymp. sig. 0,036) een significant hoger rendement wordt geëist wanneer vreemd vermogen wordt aangewend.²¹

²¹ Voor een uitgebreid overzicht van deze toets, zie bijlage 5.1.

Naast direct rendement is indirect rendement ook aan bod gekomen in de enquête. In figuur 5.4 is een overzicht te zien van het percentage beleggers dat verwacht indirect rendement te behalen per sector. Beleggers hebben deze vraag alleen ingevuld voor de sectoren waar zij daadwerkelijk in beleggen. Meer dan 80 procent van de beleggers die in woningen belegt, heeft aangegeven indirect rendement te verwachten op hun belegging. Dit percentage is voor alle andere sectoren aanzienlijk lager. Het percentage verwachte groei in waarde van vastgoed is in de sector hotels & leisure het laagst.



Figuur 5.4: Percentage beleggers dat verwacht indirect rendement te behalen per sector

De financiële crisis

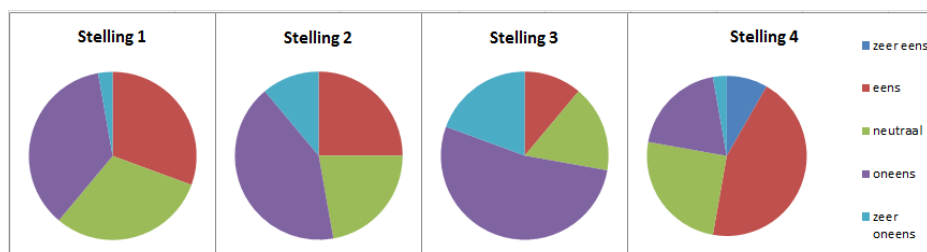
De respondenten hebben vier verschillende stellingen over de huidige financiële crisis voorgelegd gekregen, die zij hebben beantwoord op een schaal van 1 (zeer eens) tot en met 5 (zeer oneens). Tabel 5.2 laat de gemiddelde score per stelling zien. Bij elke stelling is de gemiddelde score neutraal.

Tabel 5.2: Stellingen over financiële crisis

Stellingen	Gem. score	Betekenis
1: De financiële crisis heb ik mijn rendementseis van mijn beleggingen in direct vastgoed verlaagd	3.11	Neutraal
2: In tijden van crisis ben ik erachter gekomen dat ik in het verleden verkeerde keuzes heb gemaakt, omdat mijn beleggingen niet crisisbestendig zijn	3.39	Neutraal/ oneens
3: door de financiële crisis ben ik meer risico gaan nemen met beleggen in direct vastgoed	3.81	Neutraal/ oneens
4: Nu het crisis is, neem ik genoeg met minder direct inkomen uit mijn beleggingen in direct vastgoed	2.64	Eens/ neutraal

Daarentegen laag figuur 5.5 zien dat er grote onderlinge verschillen bestaan bij de meningen over de stellingen. Uit stelling 1 blijkt dat ruim een derde van de beleggers zijn rendementseis niet heeft verlaagd. Een derde deel van de beleggers geeft aan dit wel te hebben gedaan, en bijna hetzelfde deel zegt hier neutraal in te staan. Daarnaast is uit deze analyse naar voren gekomen dat een groot deel van de beleggers vindt dat hij geen verkeerde keuzes heeft gemaakt en dus aangeeft dat zijn beleggingen crisisbestendig zijn. Dit is te zien in het tweede cirkeldiagram in figuur 5.5. Een kwart van de respondenten heeft aangegeven wel verkeerde keuzes te hebben gemaakt. Ruim 11 procent is het zeer oneens met deze stelling en vindt dus dat zij in het verleden helemaal geen verkeerde keuzes hebben gemaakt en dat hun beleggingen crisisbestendig zijn.

Bij stelling 3 heeft een overgrote meerderheid van de beleggers aangegeven geen grote risico's meer te nemen door de financiële crisis. Slechts een klein deel zegt het wel eens te zijn met deze stelling. De resultaten van de laatste stelling geven aan dat bijna de helft van de beleggers genoeg neemt met minder direct inkomen uit zijn beleggingen in direct vastgoed. Een kwart is hier neutraal over. Dit is de enige stelling waarbij sommige beleggers hebben aangegeven het 'zeer mee eens' te zijn.



Figuur 5.5: Antwoord op de vier stellingen over de huidige financiële crisis

5.2 Resultaten psychologische concepten

5.2.1 Risicotolerantie – PASS

Naast vragen over rendement en de huidige financiële crisis is er een aantal vragen gesteld over het risicoprofiel van de belegger. De eerste graadmeter die hiervoor gebruikt is, het PASS, is uitgelegd in paragraaf 4.3.3. Bij deze vraag wordt een rangscore gemaakt waarbij in totaal 30 punten toegeschreven kunnen worden aan een belegger. Er is een verdeling gemaakt tussen de defensieve belegger (0 t/m 10 punten) de gemiddelde belegger (11 t/m 20 punten) en de offensieve belegger (21 t/m 30 punten). De resultaten laten zien dat elke belegger getypeerd kan worden als een gemiddelde belegger als het gaat om risicotolerantie. Van de 44 beleggers die antwoord hebben gegeven op de stellingen van het PASS komt van 9 beleggers (20,5 procent) de classificering niet overeen met hun eigen typering, die zij bij vraag 2 in de enquête hebben aangegeven. Vijf beleggers typeren zichzelf bij deze vraag als defensief en vier beleggers typeren zichzelf als offensief.²²

5.2.2 Waargenomen risico per deelmarkt

Naast de algemene risicotolerantie, gemeten door het PASS, is aan de belegger gevraagd in hoeverre zij de vijf vastgoedsegmenten risicovol achten om in te beleggen. Zij hebben dit aangegeven door een score van 1 (totaal niet risicovol) tot en met 5 (erg risicovol) toe te kennen aan de betreffende deelmarkt. Tabel

Tabel 5.3: Gemiddelde meting van het waargenomen risico

	Waargenomen risico (1 = erg laag en 5 = erg hoog)	S.D.
Woningen	2,29	1,017
Kantoren	4,00	0,804
Winkels	3,59	0,925
Bedrijfsruimten	3,54	0,780
Hotels & leisure	4,00	1,044

5.3 geeft de gemiddelde score per sector weer. Te zien is dat de sector woningen gezien wordt als de minst risicovolle sector en dat kantoren en hotels & leisure gezien worden als risicovol. Daarbij is met behulp van de Wilcoxon Signed-ranktoets²³ gekeken of er significante verschillen bestaan in de mate van risicoperceptie van de beleggers per deelmarkt. Zoals al op te maken is uit tabel 5.3, bestaan er onderlinge verschillen in de mate van risicoperceptie tussen de meeste sectoren. Interessant daarbij is dat de mate van risico tussen de sectoren kantoren en hotels & leisure niet significant verschilt ($Z = -0,102$, asymp. sig. 0,905). Tevens bestaat er geen significant verschil in de mate van risicoperceptie tussen de sectoren winkels en bedrijfsruimten ($Z = -0,251$, asymp. sig. 0,802).

Vervolgens is met behulp van de One Sample T-toets gekeken of het waargenomen risico per sector significant verschilt met het daadwerkelijke risico per sector. Deze laatste is gebaseerd op cijfers van ROZ/ IPD over het rendement per sector in 2012. Daarbij wordt ervan uitgegaan dat het risico gelijk staat aan het rendement. Hoe hoger het risico hoe hoger het rendement (Geltner e.a., 2006). Ook wordt ervan uitgegaan dat particuliere beleggers met name kijken naar gegevens van de afgelopen tijd (daarom is gekozen voor cijfers uit 2012). Er zijn geen gegevens bekend over rendementen van particuliere beleggers. Daarom is gekozen voor gegevens van ROZ/IPD die gebaseerd zijn op rendementen van institutionele beleggers, zie hiervoor tabel 5.4. Daarbij kan gesteld worden dat het niet zozeer om het rendement van institutionele of particuliere beleggers gaat, maar over de performance per vastgoedsegment.

Tabel 5.4: Rendement en risico per deelmarkt

Deelmarkt	Dir. rend. 2012 ¹	Indir. rend. 2012	Tot. rend. 2012	Risico
Woningen	4,3	-3,6	0,6	2
Kantoren	6,6	-8,8	-2,7	5
Winkels	6,1	-1,7	4,2	4
Bedrijfsruimten	6,5	-4,8	1,5	3
Hotels & leisure (overig)	6,4	-2,0	4,3	4

²² Voor de uitgebreide tabellen en histogrammen zie bijlage 3.3.

²³ Voor een uitgebreid overzicht van deze toets, zie bijlage 3.4.

In tabel 5.5 is te zien dat er een significant verschil bestaat tussen het waargenomen risico en het werkelijke risico bij de deelmarkten kantoren, winkels en bij bedrijfsruimten. De risico's van het beleggen in kantoren en winkels worden lager ingeschat dan dat zij daadwerkelijk zijn. De deelmarkt bedrijfsruimte wordt risicovoller geschat dan deze in werkelijkheid is.²⁴

Tabel 5.5: Waargenomen en werkelijk risico per deelmarkt & One Sample T-toets

Deelmarkt	Waargenomen risico	Werkelijk risico	t	Sig.
Woningen	2,29	2	1,663	0,106
Kantoren	4,00	5	-7,355	0,000*
Winkels	3,59	4	-2,596	0,014*
Bedrijfsruimten	3,54	3	4,117	0,000*
Hotels & leisure (overig)	4,00	4	0,000	1,000

5.2.3 Familiariteit – 7 Stellingen

Naast de waargenomen mate van risico per deelmarkt is gekeken naar verschillende risicodimensies en naar de vraag in welke mate beleggers de sectoren begrijpen en in belang laten prevaleren. Aan de hand van zeven stellingen over familiariteit en risico die op een vijfpuntschaal beantwoord dienden te worden, is dit onderzocht (dit is uitgebreid uiteengezet in paragraaf 4.3.3). Om te onderzoeken of er een verband bestaat tussen de mate van kennis over een sector en de mate van risico van deze sector, zijn met behulp van Spearman's Rho correlaties berekend tussen de zeven stellingen en het waargenomen risico.²⁵ De vragen zijn samengevat in een of enkele kernwoorden, te zien in tabel 5.6.²⁶

Tabel 5.6: Testbegrippen per stelling

Familiariteitsbegrippen	
1.	Begrijpen
2.	Vakkennis
3.	Prevalentie
Risico begrippen	
4.	Risico op kapitaalverlies
5.	Risico op lager dan verwacht
6.	Volatiliteit
7.	Kans op hoger dan inflatie
8.	Mate van risico

Woningen

Bij de deelmarkt woningen zijn twee voorbeelden te ontdekken waar de familiariteitsheuristiek aan ten grondslag kan liggen. Er bestaat een matig sterk negatief verband tussen de prevalentie (3) van woningen en het risico op kapitaalverlies (4). Dat wil zeggen, hoe belangrijker de sector woningen wordt gevonden, hoe lager de kans op kapitaalverlies wordt ingeschat. Ook bestaat er een matig sterk negatief verband tussen de prevalentie (3) en de volatiliteit (6). Hoe belangrijker de sector woningen wordt

Tabel 5.7: Correlaties stellingen woningen

Correlatie tussen stellingen	Correlatie coëfficiënt	Sig.
3 en 4	-0,360	0,040
1 en 6	0,602	0,000
3 en 6	-0,440	0,010
4 en 7	-0,384	0,030
Mate van risico met 1	0,396	0,027
Mate van risico met 4	0,614	0,000
Mate van risico met 5	0,604	0,000
Mate van risico met 6	0,512	0,003
Mate van risico met 7	-0,569	0,001

beoordeeld, hoe minder volatiel deze gevonden wordt. Ook is er een voorbeeld te vinden van een resultaat dat de familiariteitsheuristiek tegen spreekt. Er bestaat namelijk een matig sterk positief verband tussen het begrijpen van de deelmarkt (1) en de volatiliteit (6). Hoe beter de sector woningen te begrijpen is, hoe volatieler deze wordt beschouwd.

Tevens bestaat er een matig sterke negatieve relatie tussen het risico op kapitaalverlies (4) en de kans dat de winst uit woningen hoger is dan de inflatie (7).²⁷ De significante correlatie tussen stelling 4 en 7 wil dus zeggen dat hoe hoger het risico op kapitaalverlies (4) bij woningen, hoe lager de kans dat de winst hoger is dan de inflatie (7). Ook bestaat er een significante matig sterk verband tussen de mate waarin de beleggers de deelmarkt woningen risicovol vinden en de stelling over het begrijpen (1) van de deelmarkt woningen. De relatie tussen de mate van het waargenomen risico en

²⁴ Voor een uitgebreid overzicht van deze toets zie bijlage 3.5.

²⁵ Voor een uitgebreid overzicht van de toetsen zie bijlage 3.6.

²⁶ Voor het volledige overzicht van de stellingen met de daarbij behorende testbegrippen zie bijlage 3.6.

²⁷ Bij deze laatste stelling zijn de antwoordmogelijkheden in spiegelbeeld gegeven in vergelijking met de andere stellingen.

de stellingen over risico op kapitaal verlies (4), risico op lager rendement dan verwacht (5), volatiliteit (6), en kans dat de winst hoger is dan de inflatie (7) hangen erg met elkaar samen.

Kantoren

Ook bij de deelmarkt kantoren zijn voorbeelden te ontdekken waar de familiariteitsheuristiek aan ten grondslag lijkt te liggen. Er bestaat een sterk negatief verband tussen de prevalentie (3) van kantoren als belegging en het risico op kapitaalverlies (4). Hoe belangrijker de sector kantoren voor particuliere beleggers is, hoe lager het risico op kapitaalverlies wordt geschat. Ook bestaat er een sterk positief verband tussen de prevalentie (3) van kantoren en de kans dat bij kantoren de winst hoger is dan de inflatie (7). Dus als de kans dat de winst hoger is dan inflatie groot is, dan wordt het marktsegment belangrijker voor de belegger. Ook valt te zien dat er een matig sterk negatief verband bestaat tussen het begrijpen (1) van de deelmarkt kantoren en de volatiliteit (6) van deze sector. Hoe makkelijker de kantorenmarkt te begrijpen is, hoe volatieler de winsten en verliezen worden ingeschat, wat niet correspondeert met de familiariteitsheuristiek.

Tabel 5.8: Correlaties stellingen kantoren

Correlatie tussen stellingen	Correlatie coëfficiënt	Sig.
3 en 4	-0,503	0,002
4 en 5	0,438	0,000
1 en 6	-0,359	0,040
5 en 6	0,368	0,038
3 en 7	0,581	0,000
4 en 7	-0,347	0,044
Mate van risico met 2	-0,431	0,012
Mate van risico met 3	-0,361	0,039
Mate van risico met 4	0,453	0,008
Mate van risico met 5	0,488	0,005

Winkels

Bij de deelmarkt winkels worden de resultaten niet ondersteund door de familiariteitsheuristiek. Er zijn slechts (matig) sterke positieve verbanden gevonden tussen alle stellingen met betrekking tot risico (zie figuur 5.9)

Tabel 5.9: Correlaties stellingen winkels

Correlatie tussen stellingen	Correlatie coëfficiënt	Sig.
4 en 5	0,568	0,001
4 en 6	0,344	0,050
5 en 6	0,372	0,036
Mate van risico met 5	0,771	0,000

Bedrijfsruimten

De relaties tussen de stellingen met betrekking tot bedrijfsruimten komen grotendeels overeen met de stellingen met betrekking tot winkels. Daarbij is één verband te vinden dat verklaard zou kunnen worden door familiariteit. In tabel 5.10 is te zien dat er een matig sterk significant verband bestaat tussen het begrijpen van de sector bedrijfsruimten en de mate van risico. Dit veronderstelt dat hoe makkelijker het is om deze deelmarkt te begrijpen, hoe minder risicovol bedrijfsruimten worden geacht als belegging.

Tabel 5.10: Correlaties stellingen bedrijfsruimten

Correlatie tussen stellingen	Correlatie coëfficiënt	Sig.
4 en 5	0,542	0,001
4 en 6	0,352	0,041
5 en 6	0,683	0,000
Mate van risico met 1	0,413	0,019
Mate van risico met 4	0,433	0,013
Mate van risico met 5	0,406	0,023

Hotels & leisure

Bij de sector hotels & leisure zijn twee resultaten te vinden waaraan familiariteit ten grondslag lijkt te liggen. Er bestaat namelijk een matig sterk negatief verband tussen de mate van begrijpen (1) van vastgoed en de prevalentie (3) van de sector hotels & leisure. Dit betekent dat hoe meer men met deze sector vertrouwd is, hoe belangrijker deze sector wordt gevonden. Daarnaast bestaat er een positief verband tussen het begrijpen (1) van deze deelmarkt en risico op kapitaalverlies (4). Hoe makkelijker de deelmarkt hotels & leisure te begrijpen is, hoe lager de kans op kapitaalverlies wordt geschat.

Tabel 5.11: Correlaties stellingen hotels & leisure

Correlatie tussen stellingen	Correlatie coëfficiënt	Sig.
1 en 3	-0,396	0,030
1 en 4	0,362	0,049
4 en 6	0,701	0,000
5 en 6	0,647	0,000
Mate van risico met 4	0,433	0,019
Mate van risico met 5	0,475	0,009
Mate van risico met 6	0,445	0,015

5.2.4 Familiariteit – Beleggen in een deelmarkt en waargenomen risico

Naast de zeven stellingen die ten grondslag liggen aan de familiariteitsheuristiek, is onderzocht of de particuliere belegger de mate van risico lager inschat wanneer hij in een betreffende deelmarkt belegt, dan een belegger die dat niet doet. Uit de resultaten van de Mann-Whitney U-toets per deelmarkt kan opgemaakt worden dat een belegger die in woningen, winkels of bedrijfsruimten belegt, het risico van deze sectoren lager inschat dan wanneer een belegger niet in deze deelmarkt belegt.²⁸ Deze resultaten duiden er dus op dat er een mate van onderschatting van risico is wanneer in deze deelmarkten wordt belegd, vergeleken met beleggers die niet in deze markten beleggen.

5.2.5 Overconfidence – Schatting huur, marktwaarde en kapitalisatiefactor

Het derde psychologische concept dat onderzocht is in de enquête en uiteengezet is in paragraaf 4.3.3, is *overconfidence* ofwel

Tabel 5.12: Overzicht overconfiden drie panden

Vastgoedobject	Vraag	Werkelijk	Verwacht	n	t	Sig.
Pand 1	Huur per m2	€ 143	€ 123,4	25	-3,668	0,001*
Pand 2	Verkoopprijs	€ 3.100.000	€ 3.016.960	25	-0,592	0,560
Pand 3	Kapitalisatiefactor	14,9	10,5	23	-12,388	0,000*

*Sig $\alpha < 0,005$

overmoedigheid. Om deze heuristiek te meten zijn twee verschillende vragen opgesteld in de enquête. De eerste is erop gericht *overconfidence* te toetsen door middel van het voorleggen van drie vastgoedobjecten waarbij de respondent gevraagd is aan te geven hoeveel huur hij zou verwachten te ontvangen, voor welke prijs de belegger bereid is het pand te verkopen en welke kapitalisatiefactor hij zou hanteren. Doormiddel van de One Sample T-toets is gekeken of de geschatte huur, prijs of kapitalisatiefactor significant afwijkt van de daadwerkelijke huur, transactieprijs en kapitalisatiefactor. Uit tabel 5.12 blijkt dat particuliere beleggers voor het eerste pand de huur sterk onderschatten, hetgeen impliceert dat zij juist '*underconfident*' zijn ofwel de huurmarkt onderschatten. Bij het tweede pand is geen significant verschil te zien in werkelijke en geschatte verkoopprijs, wat aangeeft dat zij de waarde van het pand goed hebben ingeschat. De waarde van het derde pand wordt ook onderschat met een aanzienlijk lagere kapitalisatiefactor dan daadwerkelijk het geval is. Deze gegevens impliceren dat particuliere beleggers, als het gaat om het waarderen van vastgoedobjecten het tegenovergestelde van overmoedig zijn, en daarmee dus betrekkelijk terughoudend.

5.2.6 Overconfidence - Kennisvragen over vastgoed

De tweede manier om *overconfidence* te meten is door het stellen van algemene kennisvragen over vastgoed. Er zijn in totaal 10 vragen gesteld, elk met drie antwoordopties. Daarbij hebben de respondenten aangegeven in hoeverre zij zeker waren van hun antwoord. Door het gemiddeld percentage zekerheid te verminderen met het gemiddeld percentage correct ingevulde antwoorden wordt een zogenaamde bias-score berekend (Michailova, 2010). Een hoge positieve score geeft aan dat een persoon zichzelf overschat, waarbij een negatieve score wijst op onderschatting. Deze score geeft dus weer of er

Tabel 5.13: Overzicht overconfidence kennisvragen

Vraag	# goed	n	% correct	% zekerheid	Mean Diff	t	Sig.*
1	19	32	54,29	52,63	-1,66	-0,316	0,754
2	7	30	21,86	38,03	16,16	3,634	0,001
3	8	33	22,86	70,18	47,33	12,078	0,000
4	20	32	58,82	68,69	9,86	2,041	0,050
5	9	31	27,27	54,23	26,95	6,039	0,000
6	12	32	37,5	72,19	34,69	7,105	0,000
7	11	32	32,35	60,84	28,49	6,999	0,000
8	15	32	46,88	62,00	15,13	3,011	0,005
9	8	33	23,53	67,94	44,41	10,692	0,000
10	21	32	61,76	55,22	-6,55	-1,533	0,135

*Sig $\alpha < 0,005$

²⁸ Voor een uitgebreid overzicht van de Mann-Whitney U-toets per deelmarkt wordt verwezen naar bijlage 5.6.

sprake is van *under-* of *overconfidence*. Daarnaast is met behulp van een One Sample T-toets nagegaan of er een significant verschil bestaat tussen de twee gemiddelde scores en er dus daadwerkelijk sprake is van *under-* of *overconfidence*. Uit tabel 5.13 blijkt bij 8 van de 10 vragen een significant hoger percentage zekerheid op het correct invullen van de vraag dan daadwerkelijk correct is beantwoord. Alleen vraag 1 en vraag 10 laten een lagere zekerheid zien dan het gemiddeld percentage correcte antwoorden. Echter, deze waarden zijn niet significant. Er kan dus gesteld worden dat particuliere vastgoedbeleggers zichzelf overschatten als het gaat om kennis over de vastgoedmarkt. Er is dus sprake van *overconfidence*.

5.3 Samenvatting heuristieken – Behavioral Finance

Samenvattend kan gezegd worden dat de particuliere belegger een gemiddelde risicotolerantie heeft. Daarbij worden de risico's voor beleggen in woningen en hotels & leisure goed ingeschat. De risico's voor kantoren en winkels worden onderschat en de risico's voor bedrijfsruimten worden overschat.

Per sector verschilt of er sprake is van familiariteit. Als het gaat om prevalentie is er wel sprake van familiariteit bij de deelmarkt woningen. Als het gaat om het begrijpen van de deelmarkt woningen is er geen sprake van familiariteit, omdat de markt volatieler wordt ingeschat wanneer deze markt beter begrepen wordt. Voor kantoren geldt hetzelfde als voor woningen. Hoe belangrijker de kantorenmarkt wordt gevonden als belegging, hoe lager het risico op kapitaalverlies wordt geschat. Daarentegen, hoe meer men weet van deze sector, hoe volatieler deze wordt gekenmerkt. Dit spreekt de familiariteitheuristiek tegen. Toch valt te zien dat wanneer deze sector makkelijker te begrijpen is, de kans dat de winst hoger is dan de inflatie toeneemt, wat wordt verklaard door familiariteit. Bij de deelmarkt winkels is er geen sprake van familiariteit, wat impliceert dat er sprake is van rationaliteit. Bij de deelmarkt bedrijfsruimten is er wel bewijs voor familiariteit. Dit valt te concluderen uit het feit dat de respondenten hebben aangegeven dat zij deze sector minder risicovol achten, wanneer deze markt beter te begrijpen is. De waargenomen risico's van de sector hotels & leisure lijken ook gekenmerkt door familiariteit, enerzijds omdat er meer belegd wordt in deze sector als men er meer van weet, en anderzijds men de kans op kapitaalverlies dan geringer acht. Tevens schatten beleggers die in woningen, winkels en bedrijfsruimten beleggen, de risico's van deze sectoren lager in, dan beleggers die niet in deze sectoren beleggen.

Als gesproken wordt over overmoedigheid zijn er twee verschillende uitkomsten. Particuliere beleggers onderschatten de marktwaarde van vastgoed en de huurprijs die gevraagd zou kunnen worden wanneer een vastgoedobject in hun bezit is. Maar als het gaat om kennisvragen over vastgoed overschatten particuliere beleggers zichzelf.

Dit hoofdstuk heeft het algemene profiel geschetst van de particuliere belegger in Nederland. Daarbij zijn drie concepten uit de Behavioral Finance bestudeerd. Daaruit blijkt dat deze psychologische concepten deels op hen van toepassing lijken te zijn. Delen van de resultaten uit dit hoofdstuk zijn meegenomen in de interviews. In hoofdstuk 7 zal een algemene conclusie gegeven worden van dit gehele hoofdstuk samen met de in hoofdstuk 6 beschreven analyse van het kwalitatieve gedeelte van deze Master Thesis.

6. Resultaten kwalitatief onderzoek – interviews

In dit hoofdstuk worden de interviews besproken. Daarbij worden de meest belangrijke en opmerkelijke resultaten belicht. In de bijlage zijn alle transcripten van de interviews toegevoegd. Uit deze teksten zijn verschillende codes gefilterd waaronder relevante citaten zijn gehangen. Vervolgens zijn er enkele schema's gemaakt waaruit de samenhang tussen belangrijke codes en kernbegrippen duidelijk wordt. Al deze documenten zijn te vinden in bijlage 4. De citaten die te vinden zijn in de tekst worden ondersteund met de codes van de respondenten, en betreffen nauwelijks gecorrigeerde citaten uit de interviews. In paragraaf 6.1 wordt een categorisering gemaakt binnen de particuliere beleggers en zullen de motivaties en kenmerken besproken worden. De tweede paragraaf gaat dieper in op de portefeuillestrategie. Paragraaf 6.3 beschrijft de invloed van de MPT en Behavioral Finance waarna in paragraaf 6.4 de verschillen tussen particuliere en institutionele vastgoedbeleggers worden belicht. De laatste paragraaf bespreekt de invloed van de financiële crisis.

6.1 Vastgoedbeleggers

Zoals al duidelijk is geworden uit het theoretisch kader van dit onderzoek, bestaat er niet één soort vastgoedbelegger en kan er niet gesproken worden over dé particuliere vastgoedbelegger. Deze heterogeniteit van vastgoedbeleggers is door de interviews sterk benadrukt. Allereerst is er een onderscheid gemaakt tussen particuliere en institutionele vastgoedbeleggers. Binnen de groep institutionele beleggers kan een verder onderscheid gemaakt worden tussen onder andere pensioenfondsen en beursgenoteerde vastgoedbeleggers. De focus van dit onderzoek ligt echter op particuliere beleggers dus daar wordt dieper op ingegaan.

6.1.1 Professionele en niet-professionele particuliere beleggers

Het eerste onderscheid binnen de groep particuliere beleggers dat vaak gemaakt wordt tijdens de interviews, is het onderscheid tussen professionele en niet-professionele particuliere beleggers. Het vermogen van de belegger wordt daar vaak mee geassocieerd. R1: *'De kleine beleggers, wat ik dus niet de professionele groep noem, de kleinere vastgoedbelegger die het pandje op de hoek koopt in zijn eigen woonplaats'*. Buiten de grootte van het totaal belegd vermogen spelen motieven om te beleggen in vastgoed ook mee; J6: *'De motieven die men heeft zijn heel divers'*. De kleinere belegger wordt geassocieerd als lokale belegger, iemand die vastgoed aankoopt in de buurt van zijn huidige woon- of werkplaats waar hij kennis heeft van de markt. J6: *'Het zijn vaak lokale mensen hé'*.

6.1.2 Motivaties

Vervolgens kan er een onderscheid gemaakt worden tussen drie groepen of motivaties, namelijk herontwikkeling, transformatie en het pure beleggen. J6: *'Er zijn particuliere beleggers die gewoon echt denken; ik kan lekker goedkoop inkopen en daardoor goedkoper verhuren, ik knap het pand een beetje op, ga het vervolgens weer goedkoop in de markt zetten en dan kan ik veel beter concurreren. Dat is een geëigende groep'*. Dit wordt gedeeld door meerdere particuliere beleggers. H4: *'Wij hebben altijd gewoon projecten gekocht waarvan wij vonden, dat zijn koopjes'*. Bij de tweede motivatie, transformatie, wordt nadrukkelijk gekeken of de huidige functie gewijzigd kan worden in een andere, lucratievere functie. De laatste groep beleggers koopt vastgoed aan om puur via verhuur en waardegroei rendement te realiseren.

Naast deze verschillende motieven bestaat er ook nog een verschil binnen de particuliere beleggers omtrent de ontwikkeling, het beheer en de exploitatie. Uit de interviews kan opgemaakt worden dat particuliere beleggers vaak de (her)ontwikkeling en het beheer van hun vastgoed in eigen handen houden. C5: *'Wij doen de ontwikkeling, belegging en beheer. En beheer alleen van eigen panden.'*

6.1.3 Kenmerken particuliere vastgoedbeleggers

De verschillende motivaties en manieren van beleggen leiden tot verschillende kenmerken van de particuliere belegger. Het eerste kenmerk is het ondernemerschap van de particuliere belegger. Particuliere beleggers stoppen veel tijd, energie en moeite in hun onderneming. X1: *'Je moet er wel echt achteraan zitten. Handel komt niet aanwaaien. Je moet wel zelf heel actief zijn'*. Daarnaast is een particuliere belegger erg flexibel omdat hij vaak werkzaam is in een kleinere organisatie. X1: *'Omdat we gewoon flexibel zijn natuurlijk, we kopen ook een pand binnen 30 seconden'*. Een ander belangrijk kenmerk is de specifieke marktkennis van particuliere beleggers. C5: *'Ik ben hier geboren en opgegroeid [...]. Hier kennen wij de markt goed'*. Marktkennis is van groot belang bij beleggen in vastgoed. R3: *'Dus je moet gewoon in het veld zijn om te zien hoe een huur en de beleggingswaarde zich ontwikkelt en hoe bepaalde regio's en zelfs een binnenstad zich ontwikkelen'*. Hierdoor weet een particuliere belegger precies wat er gebeurt in de markt waarin hij opereert. W7: *'We weten precies wat de huurtransacties doen hier'*. Door deze expliciete marktkennis zien beleggers kansen in de markt die anderen niet zien. J6: *'Je hebt altijd beleggers die denken wat jou niet lukt, dat lukt mij wel'*. Daarnaast speelt het lokale netwerk van de particuliere belegger een grote rol.

Op de vraag hoe beleggers in vastgoed zijn gerold kan een tweedelig antwoord worden gegeven. Enerzijds studie gerelateerd; veel beleggers hebben een economisch of financiële achtergrond. Via het werk in de financiële sector zijn de beleggers in aanraking gekomen met vastgoed. Anderzijds wordt door een deel van de beleggers hun familiebedrijf genoemd. De familie heeft in het verleden een vastgoedbedrijf opgericht en daar wordt nu mee samengewerkt of zij hebben dat bedrijf overgenomen.

6.2 Portefeuillestrategie

De portefeuillestrategie van particuliere beleggers verschilt per persoon. Dit heeft onder andere te maken met de verschillende deelmarkten waarin belegd wordt, de locatiekeuze en de genoemde kenmerken en motivaties. Toch zijn er enkele overeenkomsten te ontdekken.

6.2.1 Beleggingshorizon

De beleggingshorizon van particuliere beleggers is over het algemeen vrij lang en bedraagt tussen de 10 en 15 jaar. W7: *'We willen dat wel een jaar of 15 in eigendom houden'*. Een enkele belegger heeft zijn beleggingshorizon verkort door de financiële crisis. R3: *'Wij hanteren nu een horizon van een jaar of vijf, met een beleggingsprofiel dat enigszins defensief is, omdat je toch door alle onzekerheden van de afgelopen jaren geen idiote risico's meer wil lopen'*. De rendementseis per belegging verschilt per belegger en per deelmarkt. Wel kan opgemaakt worden dat voornamelijk het directe rendement, dus het rendement uit het verhuren van vastgoed, van belang is. W7: *'Wij kijken gewoon heel erg naar de huurstream die we jaarlijks realiseren en die waardering van het vastgoed laten wij al op dag één los als we iets aangekocht hebben. Dat is voor de toekomst pas interessant'*

6.2.2 Locatiekeuze

Particuliere beleggers beleggen voornamelijk in Nederland. Specifieke marktkennis speelt een grote rol in de locatiekeuze van een vastgoedbelegging. J6: *'En dat gaat denk ik toch een rol spelen, ook bij kantoren: locatie, locatie, locatie. Kijk heel goed waar het ligt, goede openbaar vervoerverbindingen, faciliteiten in de omgeving voor je personeel. Dat ze niet alleen een broodje kunnen eten maar ook hun boodschappen kunnen doen. Een beetje een leuk kantoor.'* Omdat een particuliere belegger specifieke kennis bezit over de locatie waar hij woont of werkt, wordt vaak in die steden en regio's belegd. C5: *'Roosendaal kennen we het best omdat we daar vandaan komen'*. Binnenstedelijk wordt voornamelijk in de betere locaties belegd, zoals de beste woonwijken of A1-winkelstraten waar het risico op leegstand laag is. R3: *'Dat betekent dus dat we overal in de grote steden, maar ook in de provinciesteden op de A1 locaties willen kopen. En anders doen we het gewoon niet'*. De locatiekeuze is ook afhankelijk van het vermogen van de belegger. In steden als Amsterdam is een A1 locatie te duur voor een particuliere belegger om in te beleggen. X1: *'Kijk, een Kalverstraat komt niet bij mij over het bureau, veel te duur. En die kan ik nooit betalen'*.

6.2.3 Leegstaand vastgoed

Over leegstaand vastgoed hebben particuliere beleggers een overeenkomstige mening. De kans op leegstand is in tijden van crisis een stuk hoger. Daarom wordt vaak al geprobeerd te voorkomen dat leegstand ontstaat door scherpere nieuwe huren te bieden voordat huidige contracten met huurders aflopen. Wanneer een pand al leeg staat, wordt doormiddel van incentives, huurvrije periodes en een scherpere huur geprobeerd het leegstaande pand alsnog te verhuren. Daarbij staan particuliere beleggers, meer dan institutionele beleggers, open voor meerdere huurders in één pand. Herontwikkeling van een vastgoedobject voor multi-tenant gebruik komt dan ook geregeld voor. W7: *'Ja. We hebben dit bijvoorbeeld ontwikkeld met het idee. Wij zitten hier op een topverdieping en hier beneden zit een huurder. Maar je kan er nog meer huurders inzetten. Dus het is wel Multi-tenant ingericht'*. Leegstand wordt als groter risico gezien dan daling van de beleggingswaarde van het betreffende object dan het verlagen van de huren. H4: *'Je kan beter zorgen dat je iets van huur binnen krijgt, dan niks'*.

6.2.4 Financiering

De rol van de banken is in tijden van de financiële crisis erg veranderd. X1: *'Ik zie een groot probleem in de financierbaarheid'*. Veel banken hebben hun deuren gesloten voor het financieren van vastgoedbeleggingen. Vaak wordt alleen nog met bestaande klanten zaken gedaan. R3: *'Bestaande banken zijn uiterst conservatief dus je moet gewoon meer eigen vermogen meenemen dan vroeger. Je teert echt op contacten die je de laatste 20 jaar had met banken waar je mee gewerkt hebt, die dus bereid zijn om aan bestaande klanten financiering te verstrekken'*. Het aandeel eigen vermogen van particuliere beleggers is, al dan niet gedwongen door de banken, een stuk verhoogd. Dit is ook terug te zien in de *loan to value* van de beleggingen. Dit is in vergelijking met jaren geleden enorm gedaald. Beleggers zeggen een conservatief beleid te voeren betreffende financiering. X1: *'We hebben normale aflosschema's. We hebben soms wel eens extra cashflows afgelost waardoor onze portefeuille ook gewoon heel normaal staat'*. Het aflossen van schulden is erg belangrijk geworden voor particuliere beleggers. H4: *'Qua financiering zijn we eigenlijk heel ouderwets, dat wilden we ook altijd blijven. Puur annuïteiten of lineair zodat je weet; we lossen lekker af en we gaan bij de bank weg. We kijken op de lange termijn'*.

6.3 Theorieën

6.3.1 Moderne Portefeuille Theorie

De Moderne Portefeuille Theorie en het Capital Asset Pricing model zijn onder veel particuliere beleggers niet bekend, in ieder geval niet met deze benamingen. Mocht een belegger er wel bekend mee zijn, wordt hier enigszins sceptisch over geoordeeld. C5: *'Het is een tijdje een hype geweest, en die verdwijnt nu ook weer een beetje naar de achtergrond, en terecht'*. R3: *'Ja, ik ben er wel mee bekend, je ziet het in elke scriptie terugkomen. Of je daar nou in de praktijk wat aan hebt vraag ik me ten zeerste af. Het zijn allemaal micro systeempjes en elke locatie, elke stad en elk soort vastgoed is weer anders'*. Voor beleggen in vastgoed is ook gezond verstand nodig vinden particuliere beleggers. F1: *'Met logisch denkwerk kom je er natuurlijk ook'*.

Echter, kern van de Moderne Portefeuille Theorie, het verlagen van risico door spreiding, wordt wel nagestreefd. Particuliere beleggers zijn zich ervan bewust dat door spreiding het totale risico van hun portefeuille verlaagd kan worden. Dit wordt door particuliere beleggers dan vaak geïmplementeerd door te beleggen in meerdere deelmarkten of meerdere steden en niet in aandelen of obligaties. X1: *'Nee dat doen we niet. We willen geen aandelen niks'*. De zwakte van de Moderne Portefeuille Theorie is dat het een theorie is, en dat het in de praktijk anders werkt. C5: *'Nou op zich is het wel een prima handvat, alleen je moet te vaak omschakelen zeg maar'*. Om als belegger een optimaal rendement te behalen met zo min mogelijk risico moet de portefeuille voortdurend in beweging zijn vanwege veranderende omstandigheden. Vastgoed is erg illiquide waardoor de portefeuille niet direct kan veranderen.

6.3.2 Behavioral Finance

De basis van beleggen is volgens een particuliere belegger (C5) gebaseerd op twee emoties, hebzucht en angst. Naast deze twee emoties wordt gewezen op het kuddegedrag van beleggers. C5: *'Dat is ook weer de basis: mensen zijn kuddedieren'*. Dit is bijvoorbeeld goed te zien in het feit dat steeds meer beleggers in woningen gaan beleggen, wegens het lage risico in vergelijking met andere deelmarkten en de aanhoudende vraag naar woningen. X1: *'Nu schuiven we wat meer naar woningbeleggingen toe omdat die vraag gigantisch is'*. Door de financiële crisis gaan dus steeds meer beleggers beleggen in woningen. R3: *'Verhuurde woningen zijn het op dit moment. Iedereen vlucht eigenlijk, ook beleggers die vroeger alleen maar in retail zaten, in verhuurwoningen'*.

Daarnaast is overmoedigheid waarvan sprake was in het verleden bij beleggers nu geheel omgeslagen. R3: *'Er is helemaal geen overconfidence meer, het is negatief. Er is eigenlijk underconfidence, zou ik het willen noemen'*. Dit kan in overeenstemming gebracht worden met de emoties hebzucht en angst. Hebzucht leidt tot overmoedigheid, waarvan sprake was in de gouden tijden van het vastgoed. Deze hebzucht is overgeslagen naar angst wat 'ondermoedigheid' heeft veroorzaakt. Veel beleggers durven het risico niet meer te nemen om in vastgoed te beleggen in tijden van crisis.

Naast bovengenoemde emoties en psychologische concepten speelt 'onderbuikgevoel' bij particuliere beleggers een grote rol. Een argument dat vaak genoemd wordt, is dat vastgoed tastbaar is en 'je er langs kan rijden'. Door het object te bezoeken krijg je er een bepaalde mate van gevoel en vertrouwen bij. X1: *'Ook een stukje buikgevoel zit er in'*. Gevoel voor het vastgoed aan sich, maar ook

voor de locatie. R5: *'Als ik ergens naar een locatie ga kijken, moet ik er het juiste gevoel bij hebben'*. Gevoel is gebaseerd op intuïtie en vertrouwen in het vastgoed waar de beleggers in investeren. H4: *'Sinds dat moment speelt intuïtie wel een belangrijke rol en echt het gevoel van niet doen'*. Hij voegt daaraan toe: *'Maar hoe ontstaat intuïtie? Dat is ook een aaneenschakeling van ervaringen die je allemaal hebt en dat komt dan in je hersenpan bij elkaar en dan zie je of het goed is of slecht.'*

Er kan dus gesteld worden dat gevoel, vertrouwen, intuïtie en kennis die particuliere beleggers hebben, is opgedaan uit (ervaringen uit) het verleden. Daarbij rijst de vraag hoe particuliere beleggers aan hun kennis komen. Zoals eerder vermeld, hebben veel particuliere beleggers een financiële of economische studieachtergrond. R5: *'Ik heb financiële planning gedaan, best veel beleggingsleer gehad'*. Daarnaast wordt werkervaring vaak aangehaald. M8: *'Deze specifieke kennis leer je on the job'*. Daarbij gaat het om ervaring op de werkvloer als prikkels die je uit je omgeving krijgt. C5: *'Dat is toch gewoon wat je om je heen aan signalen meekrijgt'*. Naast studie en werkervaring worden ook vaak derden ingeschakeld voor hulp, zoals een advocaat voor huurovereenkomsten of aannemers voor bouwkosten. De kennis van andere mensen nemen particuliere beleggers op. H4: *'Door bevriende architecten, je wordt wel eens begeleid door een ouder iemand en zodoende leer je wat. De rest leer je door in de praktijk te handelen'*.

6.4 Verschil tussen de particuliere belegger en institutionele belegger

In bovenstaande subparagrafen zijn verschillende kenmerken en strategieën van particuliere beleggers genoemd. Daarnaast is ook gekeken naar verschillen met institutionele beleggers.

6.4.1 Marktkennis

Het eerste en wellicht belangrijkste verschil is expliciete marktkennis. Een Institutionele belegger maakt in de regel gebruik van publicaties, rapporten en modellen als ondersteuning van beleggingsbeslissingen. Dit gebeurt bij particuliere beleggers soms ook, maar in mindere mate. Hierdoor lijkt het wellicht dat een institutionele belegger rationelere keuzes maakt dan een particuliere belegger. Of een institutionele belegger of particuliere belegger zich meer laat leiden door irrationele overwegingen, daar zijn de meningen over verdeeld. R3: *'Ja ik denk dat particuliere beleggers meer door gevoel gedreven zijn en zich moeten permitteren om dat een rol te laten spelen en niet alles van een papiertje te laten uitrekenen. Ik denk dat dat heel sterk is. En daarom geloof ik dat een particuliere belegger veel meer heeft, zonder dat hij het weet eigenlijk, met Behavioral Finance, en dat Behavioral Finance daar meer van toepassing op is, dan op de institutionele belegger. Die heeft veel langere trajecten, veel langere beslissingssituaties die al vast gelegd zijn voor jaren enzovoorts'*. Een andere particuliere belegger heeft een hele andere mening. C5: *'Een institutionele belegger pakt het misschien voor het oog professioneler aan, wat je zegt, rapporten, modellen, theorieën, en dat volgt hij allemaal. Maar uiteindelijk hebben we te maken met de Homo Economicus, de mens is niet rationeel. De mens handelt op basis van emotie.'* Een mogelijk oorzaak voor irrationeel gedrag is de financiële vergoeding die een institutionele belegger krijgt voor zijn handelen. F1: *'Institutionele beleggers laten zich ook, denk ik, wel leiden door emoties, maar dat is meer de financiële emotie. Die krijgen vaak een vergoeding voor het aankopen van een pand. Daar zit een aankoopvergoeding'*.

Daarbij kan het volgende worden toegevoegd: R3: *'De leercurve van een particuliere belegger is toch anders. Die gaat zich eerst veel meer verdiepen, veel meer in de markt door er zelf te zijn en niet alleen op studies en makelaarsrapporten af te gaan en eventuele bureaus die daar een opdracht voor krijgen'*. In tijden van crisis geeft dit belangrijke implicaties. De crisis heeft ervoor gezorgd dat het aantal transacties de afgelopen jaren drastisch is gedaald. De waardering van vastgoed wordt desalniettemin mede bepaald aan de hand van transacties in de omgeving van het betreffende object. In tijden van crisis dalen niet alleen de huren van commercieel vastgoed, ook worden er veel incentives verstrekt en huurvrije periodes gegeven die niet meegenomen worden in de gepubliceerde huurprijs van het betreffende vastgoed. R3: *'Wat er gepubliceerd wordt klopt niet'*. Deze incentives versterken het intransparante karakter van vastgoed. Echter, door de specifieke marktkennis en het sterke lokale netwerk van de particuliere belegger is deze veel beter op de hoogte van de daadwerkelijke effectieve huur van vastgoed, misschien dus wel beter dan 'professionele' of institutionele beleggers.

6.4.2 Motivaties

Het volgende verschil betreft de motivaties van institutionele en particuliere beleggers. F1: *'Ik denk dat de afweging om iets te kopen heel anders ligt. Die institutionele belegger koopt een cashflow-model, die koopt een nieuw pand met een tienjarig huurcontract met een goede huurder'*. Hierdoor speelt de locatie voor institutionele beleggers minder mee, in die zin dat zij alleen beleggen in gebieden waar veel rendement behaald kan worden. Op deze manier beleggen institutionele beleggers veel meer gespreid in bijvoorbeeld verschillende landen en steden, waardoor spreiding ontstaat. Particuliere beleggers beleggen vaker dicht bij huis omdat zij daar bekend mee zijn. F1: *'Ik denk dat als ik naar beleggers kijk, naar particuliere beleggers, dat die vaak dicht bij huis blijven, de oude papa en mama onderneming. Hè 'buurmans grond' is nooit te duur, dat soort idiote theorieën. Aan de andere kant, ze kennen de markt goed.[...] Terwijl je natuurlijk als institutionele belegger zou denken, dan heb je een stukje daar en een stukje hier, we gaan wat spreiden.'*

6.4.3 Herkomst vermogen

Particuliere beleggers beleggen altijd met eigen vermogen en (vaak) met een deel vreemd vermogen, geleend bij een bank of derde, wat afgelost moet worden. Een institutionele belegger, belegt met het geld van een ander. Dit kan gevolgen hebben voor de motieven van een belegger. H4: *'Ik denk inderdaad dat het een heel groot verschil is of je bijvoorbeeld een familiebedrijf hebt en dat je echt met je eigen vermogen bezig bent of dat je in dienst bent van een institutionele belegger en dat je dan over het geld van een ander beschikt. Dat voelt toch heel anders aan denk ik'*.

6.4.4 Grootte belegd vermogen

Het vierde verschil sluit aan bij bovengenoemde en betreft de grootte van het belegd vermogen. Over het algemeen hebben institutionele beleggers meer te beleggen vermogen dan particuliere beleggers. Dit heeft als gevolg dat institutionele beleggers vaker in de A1 kantoren- en winkellocaties beleggen, puur omdat zij hiervoor het vermogen wel hebben. J6: *'Wat ook nog een punt is dat je niet moet vergeten, als je natuurlijk grote projecten hebt, de A1 projecten, daar komen de grote partijen op af. Als jij dus 150 miljoen moet investeren in de grote kantoren op de Zuid-As, dan heb je natuurlijk liever niet dat een vrij kleine particuliere belegger dat koopt. Omdat het een groter risico is'*.

6.4.5 Bedrijfsstructuur

Daarnaast bestaan er nog enkele structurele verschillen in bedrijfsstructuur en de regelgeving die ontstaat door een bepaalde bedrijfsvoering. De verschillen omtrent de bedrijfsstructuur worden goed samengevat in het volgende citaat: V1: *Ik denk dat een belangrijk verschil is toch wel je compliance en je checks and balances. Ik denk dat toch wel, wij zijn wat anders georganiseerd als bedrijf dan een particuliere belegger. De externe verslaggeving die bij ons gewoon transparanter is en meer een noodzaak en bij een particuliere belegger natuurlijk veel meer op één persoon gericht.* Institutionele en beursgenoteerde beleggers hebben verantwoording af te leggen aan hun aandeelhouders. M8: *'We willen graag aan onze aandeelhouder laten zien hoe wij performen, ten opzichte van de benchmark'.*

6.4.6 Strategie

Het zesde verschil betreft de algemene strategie van particuliere en institutionele beleggers. Bij veel institutionele beleggers kan vaak een focus gezien worden op één deelmarkt, meestal kantoren of retail. Deze focus is daarbij versterkt door de financiële crisis. Daarbinnen ligt ook een specialisatie, bijvoorbeeld High-street retail of middelgrote winkelcentra. Ook is te zien dat institutionele beleggers in meerdere (grote) steden verspreid over het hele land en in verschillende landen beleggen. Door deze spreiding probeert men het risico van de portefeuille zo laag mogelijk te houden. C5: *'Institutionele beleggers kijken veel meer macro-economisch en die zeggen hoe verdelen wij onze assetmix. Dat gaat vaak ook over honderden miljoenen dan wel miljarden die zij beheren. Wat is de visie op de markt, dan kijken ze geografisch'.* Particuliere beleggers richten zich veelal op meerdere deelmarkten. Zoals eerder vermeld, is er daarbij een toenemende interesse in de woningsector. Particuliere beleggers proberen doormiddel van spreiding op deelmarktniveau of binnen een bepaalde regio hun risico te beperken.

6.4.7 Flexibiliteit

Daarnaast bestaat er nog een verschil in flexibiliteit. Vanwege de vaak kleinere organisatiestructuur is een particuliere belegger veel flexibeler dan een institutionele belegger. Daardoor kan een particuliere belegger sneller aan- en verkopen doen. V9: *'In ons nadeel zou kunnen zijn, in ieder geval in onze sector, snelheid van handelen. Een particuliere belegger kan over het algemeen gewoon sneller zaken doen, sneller handelen, flexibel. Dat is een groot verschil.'* Deze flexibiliteit brengt met zich mee dat particuliere beleggers ook meer tijd en moeite stoppen in het beleggen in vastgoed. J6: *'Dus die kleine particuliere beleggers die nu panden kopen, zijn wel vaak de jongens die ook heel veel tijd en energie in dat pand willen steken om er wat van te maken. Veel meer dan die institutionele belegger. En die ook veel meer bereid zijn in mee te gaan en te denken in trends. [...] Grote beleggers draaien zich daar niet voor om, kost veel te veel moeite'.* Deze tijd, moeite en energie kan ook wel ondernemerschap genoemd worden, wat bij particuliere beleggers vaak hoog in het vaandel staat. M8: over een grote particuliere belegger: *'Het is duidelijk geen instituut, daar wil hij zich ook volledig van distantiëren. Omdat hij dat koppelt aan, als ik hem daarover wel eens spreek, maar dat kan hij veel beter vertellen dan ik, ondernemerschap. Hij vind ondernemerschap heel belangrijk. En hij is bang dat door procedures en andere zaken dat ondernemerschap verdwijnt en daardoor je nooit een optimaal rendement behaalt'.*

6.5 Financiële crisis en de toekomst

De financiële crisis heeft grote invloed gehad op de vastgoedmarkt en daarom ook op de strategie van beleggers. Kort wordt besproken hoe de geïnterviewden denken over de tijd voor de financiële crisis, over de invloed van de financiële crisis op hun strategie en over de toekomst.

6.5.1 Voor de financiële crisis

Voor de financiële crisis was er een grote economische vooruitgang, welke in grote mate afhankelijk was van de vastgoedmarkt. J6: *'Wat er gebeurt in Nederland, is dat er in de jaren 2004 tot en met 2008 een geweldige economische boom was. En de motor van die boom was met name vastgoed'*. De waarde van vastgoed steeg enorm en in deze tijd waren banken nog bereid alle vastgoedbeleggingen te financieren met rates die enorm hoog lagen. J6: *'Op een gegeven moment kon een partij ook met hele hoge percentages financieren, wel tot 90 of 95 procent'*. Het gevolg was dat veel beleggers kansen zagen in de vastgoedmarkt waardoor steeds meer beleggers toetraden tot deze markt, zonder enige strategie. J6: *'Dus iedereen kocht maar links en rechts raak'*. Daarnaast zagen beleggers, die normaal in een bepaalde vastgoedcategorie actief waren, kansen in vastgoedcategorieën waar zij niet in gespecialiseerd waren. Ook zij gingen dus nog eens extra beleggen in vastgoed. M8: *'Alles wat je kocht werd altijd meer waard, laten we eerlijk zijn, dat was toen zo. Dus wij hadden wel zoiets; we blijven in winkels beleggen, maar we hebben nog wel eens een uitstapje naar kantoren en logistiek gemaakt. Maar daar werden we niet gelukkig van. Dat begrepen we echt niet, dat is een andere, echt een andere vastgoedmarkt'*.

6.5.2 Invloed financiële crisis

In de loop van het jaar 2008 spatte de vastgoedzeepbel uiteen. De banken sloten hun deuren voor nieuwkomers, maar ook beleggingsprojecten van vaste klanten werden niet altijd meer gefinancierd. W7: *'De banken financieren geen nieuwe partijen'*. Dit leidt bij veel particuliere beleggers tot grote frustratie. H4: *'Ik vind dat de banken dit veroorzaakt hebben en onverantwoord met geld om zijn gegaan'*. De omzet van particuliere beleggers loopt (enigszins) terug waardoor zij minder risico durven te nemen. De strategie die particuliere beleggers hanteren is ook veranderd. R3: *'Tegenwoordig zijn we eigenlijk veel meer gefixeerd op direct rendement, bij die winkelpanden die we kopen met een horizon van een jaar of 5. Niet veel langer. Vroeger deden we dat veel langer'*. Locatie wordt daarbij steeds belangrijker. R3: *'Dus absoluut niet meer wat we vroeger nog wel eens hebben gedaan, in buurtcentra of op B-locaties of net buiten de goede loop; waarvan je dacht het komt toch wel goed want dat winkelcentrum is goed genoeg. Dat doe je dan niet meer. Je gaat echt voor kwalitatief de allerbeste locatie.'* Het directe rendement, de huurinkomsten uit vastgoedbeleggingen, is altijd belangrijk geweest voor particuliere beleggers, maar is door de financiële crisis nog belangrijker geworden omdat de waarde van vastgoed daalt. C5: *'Hoofdzakelijk is het woningen waarbij we in het verleden keken naar ontwikkelen, verkopen, en sinds de crisis vooral ontwikkelen, verhuren, omdat de huurmarkt op dit moment een stuk beter is dan de koopmarkt'*.

Ook bij institutionele beleggers is de beleggingsstrategie veranderd. Delen van vastgoedportefeuilles zijn afgestoten omdat deze niet meer voldoen aan de eisen die hier ooit aan zijn gesteld. M8: *'Ook nu we veel aan het afstoten zijn, hebben we nog steeds objecten die ik in die tijd, 2008-2009-2010 heb gekocht. In 2011 en 2012 hebben we weinig gekocht, meer verkocht. We zitten nog steeds een beetje in die modus, dit jaar ook'*. Na het afstoten van slecht renderend vastgoed wordt gestreefd naar een stabielere portefeuille waarbij een sterke focus op één of enkele vastgoedsegmenten bestaat. V9:

'Wat wij gaan doen in de komende twee / drie jaar is dat we vooral dat wat we nu doen nog beter proberen te doen, dus dat is met name groei binnen de huidige portefeuille en we hebben financieel nog wel wat ruimte om potentieel een aantal acquisities te doen'. Diversificatie in verschillende landen en steden bestaat nog wel, er wordt alleen nog belegd in de top van landen en steden waar de zekerheid hoger is en het risico lager.

6.5.3 Toekomst

Over de toekomst hebben beleggers een verschillende mening. Enkele beleggers vermoeden dat het over twee of drie jaar al beter gaat met de economie en het beleggen in vastgoed dan nu. Dit is gebaseerd op de zevenjarige vastgoedcyclus die zeven goede jaren en daaropvolgend zeven slechte jaren kent. H4: *'Er zijn altijd zeven magere en zeven vette jaren. Die cyclus klopt bijna altijd wel en we hebben er nu wel vijf jaar opzitten van die zeven magere jaren. Wij hebben nu eerder zoiets van; gewoon in leven blijven en zorgen dat je bezig blijft en nog doorgroeit als het kan'. Andere particuliere beleggers zijn minder zeker over de toekomst en denken dat het dal nog niet bereikt is. J6: 'Ik denk dat de kantorenmarkt nog veel langer op zijn gat ligt. Ik denk dat de retailmarkt ook nog heel lang op zijn gat ligt. De kantorenmarkt heeft zijn dieptepunt denk ik nog niet helemaal bereikt'. Een oorzaak die daarvoor genoemd is, is de ongeregistreerde leegstand. J6: 'Dat komt door de grote bedrijven. Die hebben nog steeds contractuele verplichtingen op ruimtes die ze eigenlijk niet meer gebruiken. Die staan niet in de leegstandsstatistieken vermeld. Dat komt dus nog op de markt en dat gaat de komende jaren gebeuren en dan gaat de leegstand explosief stijgen. Dat maakt het verhaal niet beter'.*

Het blijft dus erg onzeker wanneer de economie weer gaat groeien en het vertrouwen in de vastgoedmarkt weer zal toenemen. De oplossing voor de crisis is nog niet gevonden, maar er worden her en der wel suggesties geopperd. J6: *'We zullen nooit zo diep zinken als in de jaren 30. Maar we moeten wel een enorme stap terugnemen voordat we weer omhoog kunnen. En die stap terug die zou best wel eens kunnen inhouden dat de banken zullen moeten afschrijven, dat we niet moeten nadenken 'kunnen we nog wat met dit pand', maar sloop het gewoon'.*

7. Conclusie

In dit hoofdstuk komen we tot de eindconclusie van dit onderzoek. In paragraaf 7.1 wordt de hoofdvraag beantwoord aan de hand van de vier geformuleerde deelvragen uit hoofdstuk 1. Paragraaf 7.2 reflecteert op het verloop van het proces dat gevolgd is tijdens het schrijven van deze Master Thesis. De laatste paragraaf van dit hoofdstuk geeft op basis van de conclusie en de reflectie enkele aanbevelingen voor verder onderzoek.

7.1 Beantwoording centrale vraagstelling

In hoofdstuk 1 is een hoofdvraag geformuleerd die aan de hand van vier deelvragen beantwoord dient te worden. Deze vier deelvragen worden in deze paragraaf beantwoord met behulp van het literatuuronderzoek, het uitgevoerde empirische kwantitatieve en kwalitatieve onderzoek.

De hoofdvraag van het onderzoek is als volgt geformuleerd: *Welke rol speelt rationaliteit bij de keuzes en het gedrag van particuliere vastgoedbelegger, onder andere ten opzichte van institutionele beleggers, en wat is de invloed van de financiële crisis daarbij?*

In het theoretisch kader zijn een aantal hypothesen gesteld die helpen bij het beantwoorden van de hoofd- en deelvragen. In onderstaand schema is te zien of de hypothesen worden verworpen of aangenomen, dan wel meer of minder aannemelijk zijn gemaakt.

Hypothesen	Kwantitatief/ kwalitatief	H ₀ aannemen of verwerpen (meer of minder aannemelijk maken)
<i>Behavioral Finance is meer van toepassing op particuliere dan op institutionele vastgoedbeleggers.</i>	Kwalitatief	Aannemelijk gemaakt.
<i>Bij particuliere beleggers is er sprake van overmoedigheid.</i>	Kwantitatief	Bij ene toets verworpen, bij andere toets aangenomen.
<i>Familiariteitsheuristiek speelt een rol bij de beleggingsbeslissingen van particuliere beleggers.</i>	Kwantitatief	Afhankelijk van de deelmarkt aangenomen of verworpen.
<i>De financiële crisis heeft invloed gehad op de portefeuillestrategie van particuliere beleggers.</i>	Kwalitatief	Aannemelijk gemaakt.
<i>Particuliere beleggers onderschatten de risico's van beleggen in diverse deelmarkten.</i>	Kwantitatief	Afhankelijk van de deelmarkt aangenomen of verworpen.

1) Hoe ziet het algemeen profiel van de particuliere vastgoedbelegger in Nederland er uit?

Uit de theoretische en empirische gedeelten van dit onderzoek blijkt dat dé particuliere belegger niet bestaat. Particuliere vastgoedbeleggers hebben verschillende kenmerken en motieven om te beleggen in onroerend goed. Zo kunnen particuliere beleggers geïnteresseerd zijn in herontwikkeling, transformatie of puur het beleggen in vastgoed alleen. Toch zijn enkele overeenkomsten te ontdekken.²⁹

Een belangrijk kenmerk van de particuliere belegger is zijn expliciete lokale marktkennis. Doordat particuliere beleggers vaak beleggen in de omgeving waar zij wonen of werken zijn de beleggers volledig op de hoogte van alle transacties die in zijn omgeving plaatsvinden. Daarnaast kan goed gebruik worden gemaakt van het uitgebreide netwerk dat een particuliere belegger heeft. Een kenmerk dat hierbij aansluit is dat een particuliere belegger vaak over een grote mate van

²⁹ De conclusies die getrokken worden in dit hoofdstuk en die zijn gebaseerd op de resultaten uit de enquête moeten met voorzichtigheid worden geïnterpreteerd, omdat de steekproef niet representatief is voor de gehele populatie, vanwege het aantal ingevulde enquêtes.

ondernemerschap beschikt. Hij is altijd bezig met het zoeken naar nieuwe kansen, het onderhouden van zijn relaties en het toevoegen van waarde aan zijn vastgoed. Veel particuliere beleggers doen daarom ook vaak zelf de belegging, (her)ontwikkeling en de exploitatie van het vastgoed, zo blijkt uit de verschillende interviews. Naast dit kenmerk zijn nog enkele conclusies over de particuliere belegger te trekken:

- De beleggingshorizon van particuliere beleggers is over het algemeen lang en bedraagt tussen de 10 en 15 jaar.
- Particuliere beleggers typeren zichzelf als een gemiddelde belegger als het gaat om het nemen van risico.
- Particuliere beleggers hebben vaak een economische of aan de financiële wereld gerelateerde achtergrond of opleiding. Naast studie is werkervaring een bron van kennis voor het beleggen in onroerend goed.
- Het grootste deel van het te beleggen vermogen van particuliere beleggers is belegd in woningen, gevolgd door winkels op de tweede plaats en kantoren op de derde plaats. Dit verschilt met de uitkomsten van het onderzoek van ING en Neyenrode, besproken in hoofdstuk 2.
- Uit de enquête is naar voren gekomen dat het percentage beleggers dat hun portefeuille wil uitbreiden is afgenomen. Voor de financiële crisis wilde nog 76 procent van de respondenten hun vastgoedportefeuille vergroten, dit is nu gedaald tot 47 procent en de verwachting is dat het op dit niveau stabiliseert.
- Voor, en gedurende de crisis wilde ongeveer 7 procent van de beleggers hun portefeuille afbouwen. De verwachting is dat dit percentage toeneemt tot 16 procent.
- De rendementseis die gesteld wordt aan bedrijfsruimten is het hoogst van de verschillende deelmarkten. Daarna volgen de sectoren kantoren en hotels & leisure. De laagste rendementseis wordt gesteld voor de sector woningen. Deze lage rendementseis wordt veroorzaakt door het relatief lage risicoprofiel van deze deelmarkt en door het feit dat het beleggingsrisico laag wordt ingeschat.
- Een particuliere belegger koopt vaker goedkoop een object met gebreken, bijvoorbeeld vastgoed wat gerenoveerd moet worden. Op deze manier kan de particuliere belegger waarde toevoegen aan het object en concurreren in de markt.

Daarnaast kan getwijfeld worden aan de professionaliteit van particuliere beleggers wanneer gekeken wordt naar het leverage begrip, omdat hier niet consequent mee omgegaan wordt. Wat daarbij opvalt is dat het verschil tussen de rendementseis met het gebruik van vreemd vermogen en zonder gebruik te maken van vreemd vermogen bij woningen erg klein is. Volgens een interview met een particuliere belegger kan dit veroorzaakt worden door het feit dat woningen, in vergelijking met andere sectoren, relatief makkelijk met eigen geld gefinancierd kunnen worden omdat het in het algemeen gaat om kleinere bedragen dan bijvoorbeeld voor kantoren of winkelcentra. Wanneer weinig beroep wordt gedaan op externe financiering door bijvoorbeeld banken, en dus het percentage vreemd vermogen laag ligt, neemt het positieve hefboomeffect af.

Over de locatiekeuze van vastgoedbeleggingen kan het volgende geconcludeerd worden: Particuliere beleggers uit Nederland beleggen voornamelijk in Nederland. Daarnaast wordt gezegd dat de locatie steeds belangrijker wordt voor het succesvol beleggen in vastgoed. Als belegd wordt in woningen, genieten goede wijken, vaak in het centrum van de stad of in de betere buurten rondom het

centrum, de voorkeur. Bij winkelpanden beleggen particulieren voornamelijk op de A1-locaties. In de grote steden zijn winkelpanden echter vaak te duur of kunnen niet gefinancierd worden. In dat geval wordt uitgeweken naar de betere B-locaties. In de minder grote steden wordt wel voornamelijk in de A1-winkellocaties belegd.

Particuliere beleggers voeren actief beleid om te voorkomen dat hun vastgoed leeg komt te staan. Dit wordt gerealiseerd door een scherpere huur te bieden of door het geven van incentives voordat het huurcontract van een huurder afloopt. Voor leegstaande panden worden lagere huren gevraagd of huurvrije perioden aangeboden. Ook wordt regelmatig overgegaan tot herontwikkeling van kantoren zodat meerdere huurders in een pand gevestigd kunnen worden. Het verkrijgen van direct rendement door huurinkomsten is voor de particuliere belegger een belangrijke bron van inkomsten.

Particuliere beleggers stellen zich in tijden van crisis vaak defensief op als het gaat om de financiering van hun beleggingen in onroerend goed. Zij proberen leningen sneller af te lossen en minder te lenen. Hierdoor daalt de *loan to value* van de beleggingen, al dan niet gedwongen. Deze bevindingen komen overeen met het onderzoek van ING en Nyenrode over het financieringsbeleid van particuliere beleggers.

2) *Welke rol speelt Behavioral Finance bij de portefeuillestrategieën van particuliere vastgoedbeleggers?*

Behavioral Finance is opgebouwd uit twee categorieën, te weten *Behavioral Finance Micro* en *Behavioral Finance Macro*. Dit onderzoek heeft zich gericht op *Behavioral Finance Micro* waarbij het gedrag van individuele beleggers centraal staat. Daarbij zijn drie psychologische concepten behandeld, te weten risicotolerantie, familiariteit en *overconfidence*.

Risicoperceptie

Uit het kwantitatieve gedeelte van dit onderzoek blijkt dat particuliere beleggers de risico's van de verschillende categorieën vastgoed redelijk goed inschatten. Echter, zij onderschatten de risico's van beleggingen in kantoren en winkels. Het waargenomen risico van deze sectoren komt niet overeen met het werkelijke risico van deze sectoren, gebaseerd op het risicoprofiel geconstateerd door ROZ/IPD. Tevens schatten beleggers die in woningen, winkels en bedrijfsruimten beleggen, de risico's van deze sectoren lager in dan beleggers die niet in deze sectoren beleggen. Dit duidt op een bepaalde mate van familiariteit; het volgende concept dat onderzocht is in dit onderzoek.

Familiariteit

Het onderzoek naar familiariteit bij de verschillende behandelde deelmarkten geeft een diffuus beeld. Als het gaat om het belang van een bepaalde deelmarkt in de vastgoedmarkt lijkt er sprake te zijn van familiariteit bij de sectoren woningen en kantoren. Daarentegen schijnt er geen sprake van familiariteit te zijn als het gaat om inzicht en begrip van deze twee sectoren en de kans op kapitaalverlies die verwacht wordt. Bij de deelmarkt winkels is geen verklaring gevonden voor het gedrag van beleggers waar familiariteit aan ten grondslag kan liggen. Dit impliceert dat er sprake kan zijn van rationaliteit. Bij de deelmarkt bedrijfsruimten is er wel bewijs voor familiariteit. Dit valt te concluderen uit het feit dat de respondenten hebben aangegeven dat zij deze sector minder risicovol achten, wanneer deze markt beter te begrijpen is. De waargenomen risico's van de sector hotels & leisure lijken ook gekenmerkt door familiariteit. Dit komt doordat deze sector belangrijker geacht wordt wanneer deze beter te begrijpen is. Daarbij hebben de beleggers aangegeven dat hoe

conceptueel eenvoudiger deze sector wordt gevonden, hoe lager de kans is op kapitaalverlies. Deze gegevens komen dus maar gedeeltelijk overeen met het onderzoek van Wang, Keller en Siegrist (2011), dat aangeeft dat er hoge correlaties bestaan tussen risicodimensies en de mate van prevalentie en de kennis over vastgoed.

Overconfidence

Er kan geconcludeerd worden dat de twee methoden om *overconfidence* te meten, twee verschillende uitkomsten geven, waardoor het de vraag is of deze twee methoden wel daadwerkelijk hetzelfde meten. Uit dit onderzoek blijkt dat er sprake is van *overconfidence* als het gaat om algemene kennisvragen over vastgoed. Beleggers blijken echter erg voorzichtig te zijn met het schatten van huur- en marktwaarde van vastgoed, en lijkt sprake te zijn van '*underconfidence*'.

Uit de interviews is gebleken dat particuliere beleggers niet of nauwelijks bekend zijn met beleggingstheorieën als de MPT en het CAPM. Toch is er sprake van portefeuillediversificatie bij de portefeuillestrategie van deze groep beleggers. Particuliere beleggers beleggen daarbij in verschillende deelmarkten om het risico van de gehele portefeuille te verlagen. Steeds meer particuliere beleggers zeggen in woningen te beleggen of dit in de toekomst te gaan doen wegens het lage risicoprofiel van deze sector. Hieruit kan geconcludeerd worden dat er sprake is van een bepaalde mate van *herd behavior*. Naast dit gedragskenmerk van beleggers zijn de twee emoties angst en hebzucht de beginselen van beleggen. Dit legt op kwantitatieve wijze een link met de Behavioral Finance.

Als teruggeblikt wordt op de theorie van Behavioral Finance en de tien besproken psychologische concepten, lijkt sprake te zijn van kuddegedrag, hypes en paniek op de financiële markt. Daarbij hebben Kaminsky and Schumkler (1999) ontdekt dat beleggers anders reageren op nieuws in tijden van crisis. Deze bevindingen lijken overeen te komen met de onderschatting van de huur- en marktwaarde van panden door de respondenten. Dit gedrag van beleggers wordt volgens Kaminsky en Schumkler (1999) verklaard door cognitieve dissonantie, uitgelegd in hoofdstuk 3.

Ook het kapitaalgedrag van banken, onderzocht door Guttentag en Herring (1986) zoals tevens besproken is in hoofdstuk 3, komt overeen met de mening van particuliere beleggers over de houding van de banken in deze financiële crisis. Bestaande risico's van vastgoed zijn door banken lange tijd genegeerd waardoor in 2008 een financiële crisis is ontstaan. Dit komt volgens Guttentag en Herring door het onderschatten van risico. Door de crisis is de subjectieve waarschijnlijkheid van risico's sterk toegenomen waardoor paniek is ontstaan. Dit blijkt ook uit de gevoerde interviews. Banken sluiten hun deuren voor het financieren van nieuwe vastgoedbeleggingen, niet alleen voor nieuwe klanten, maar ook voor bestaande klanten.

Uit het onderzoek van deze Master Thesis kan geconcludeerd worden dat particuliere beleggers, maar ook institutionele beleggers en banken, handelen op basis van emoties. Bekendheid met bepaalde deelsectoren leidt tot verschillende risicopercepties. Uiteindelijk zijn deze uitkomsten terug te brengen naar de wijze van omgaan met bestaande en nieuwe informatie. Dit komt overeen met de theorie over het verzamelen en interpreteren van informatie omschreven door Prast (2004) in hoofdstuk 3. De crisis leidt tot grote onzekerheid. In ieder geval kan gesteld worden dat de drie onderliggende aannames van de rationele economische theorieën; perfecte rationaliteit, perfect eigenbelang en perfecte informatie (Pompian, 2006), niet opgaan. Beleggers handelen niet volledig rationeel, emoties als angst en hebzucht, maar ook emotionele binding en het persoonlijke gevoel bij

een vastgoedobject spelen een rol bij het beleggen in vastgoed. Daarnaast beschikken beleggers niet allemaal over de zelfde informatie, waardoor de particuliere beleggers door hun specifieke marktkennis vaak nog een streepje voor hebben.

3) In hoeverre is een patroon te ontdekken bij particuliere vastgoedbeleggers in hun gedrag door veranderende economische ontwikkelingen binnen een land?

De financiële crisis heeft invloed op de portefeuillestrategie van particuliere beleggers. Zoals al bij de eerste deelvraag geconcludeerd is, kan gesteld worden dat meer particuliere beleggers hun portefeuille in de toekomst willen afbouwen. De oorzaak daarvan is de teruglopende omzet en de rol van de banken. Meer beleggers gaan voorzichtiger om met het aanwenden van vreemd vermogen, of willen extra aflossen. Toch hebben particuliere beleggers een verschillende meningen over hun rendementseis en de keuzes die zij in het verleden hebben gemaakt. Er is namelijk erg divers gereageerd op enkele stellingen over het omgaan met de financiële crisis. Over het algemeen wordt de rendementseis niet aangepast door de crisis. Ook blijkt dat particuliere beleggers neutraal zijn over de keuzes die ze in het verleden hebben gemaakt, en vinden dat hun beleggingen crisisbestendig zijn. Wel nemen beleggers genoegen met een lager direct inkomen uit hun beleggingen. Verder blijkt, zoals voor de hand ligt, dat particuliere beleggers minder risico's nemen in tijden van economische recessie. Dit heeft uiteraard te maken met de risicoperceptie van beleggers, en dus met het gedrag.

Over de toekomst zijn de meningen verdeeld. Wanneer de crisis afloopt, weet men niet. Enkele beleggers verwachten dat dit al over een jaar of twee zal zijn, terwijl andere zeggen dat het dal nog niet eens bereikt is.

4) In hoeverre zijn verschillen in portefeuillestrategie tussen particuliere en institutionele vastgoedbeleggers te ontdekken en hoe zijn deze te verklaren?

De verschillen tussen institutionele en particuliere beleggers die genoemd zijn in het theoretisch kader, komen grotendeels overeen met het empirische onderzoek verricht voor deze Master Thesis, en vinden aansluiting bij eerder verricht onderzoek. De bevindingen leveren dus weinig nieuwe inzichten.

De grootste verschillen betreffen de specifieke marktkennis van particuliere beleggers in vergelijking tot institutionele beleggers. Tevens verschillen de motivaties tussen beide groepen. Over het algemeen hebben institutionele beleggers een groter te beleggen vermogen en hanteren zij een andere strategie. Ook worden particuliere beleggers gezien als meer flexibel dan institutionele beleggers. Deze verschillen zijn grotendeels te verklaren door de bedrijfsstructuur van de beleggers en de herkomst van het vermogen. Waar particuliere beleggers voornamelijk beleggen met eigen vermogen en vreemd vermogen afkomstig van banken, beleggen institutionele beleggers met geld van aandeelhouders en pensioengelden. Daarbij hebben institutionele beleggers verplichtingen met betrekking tot verslaglegging en de periodieke waardering van hun portefeuille en zijn zij verantwoordig schuldig aan hun aandeelhouders. Particuliere beleggers hoeven geen verantwoording af te leggen aan aandeelhouders, simpel gezegd omdat zij zelf (enig) aandeelhouder zijn van een BV, of het vastgoed zelf direct in bezit hebben. De invloed van de financiële crisis op de strategie van beide groepen verschilt op enkele vlakken. Beide partijen hebben te maken met toenemende leegstand, maar particuliere beleggers kopen voornamelijk minder nieuwe objecten

omdat zij minder gefinancierd worden door de bank. Institutionele beleggers hebben inmiddels veel slechtlopende projecten verkocht en specificeren zich nog sterker op één bepaalde deelmarkt, terwijl een deel van de particuliere beleggers zijn heil zoekt in de woningmarkt.

Samenvattend kan gezegd worden dat; dé particuliere belegger bestaat niet. Het is een zeer diverse groep beleggers met verschillende meningen, keuzes en gedragingen. Over het algemeen laat de particuliere belegger zich leiden door een bepaalde mate van emotie waardoor de concepten van Behavioral Finance van toepassing zijn op deze groep. De particuliere belegger handelt dus niet altijd rationeel, zoals is gebleken uit de omgang met leverage en de risicoperceptie. De particuliere belegger wordt meer geleid door irrationele overwegingen dan institutionele beleggers omdat hij meestal niet dezelfde tools en hulpmiddelen heeft om rationeel onderzoek te doen als institutionele beleggers. Van institutionele beleggers wordt daarom ook verwacht dat zij rationeler handelen. Particuliere beleggers worden meer gedreven door hun expliciete lokale marktkennis.

7.2 Reflectie

De onderzoeksopzet van deze Master Thesis is werkbaar gebleken. Het kwantitatieve gedeelte van dit onderzoek kon goed worden aangevuld door de interviews, welke ondersteunende en nieuwe inzichten hebben opgeleverd. Het combineren van twee soorten onderzoek, en het betrekken van meerdere groepen respondenten heeft geleid tot data triangulatie. Hierdoor zijn diverse uitkomsten bevestigd, maar ook aangevuld. De respons van de enquêtes is echter tegengevallen. Een verklaring hiervoor zou kunnen zijn dat de enquête wellicht een te hoog niveau had voor sommige niet-professionele particuliere beleggers en daardoor teveel tijd kostte om deze goed in te vullen. Een reactie van een respondent geeft dit goed weer; hij heeft aangegeven het een erg goed opgezette enquête te vinden, waar je wel goed en vooral lang bij moet nadenken. Daarnaast heeft een boze particuliere belegger mij opgebeld met de vraag waar ik het lef vandaan haalde om naar zijn strategie te vragen. Misschien zijn er meer beleggers die niet willen dat bekend wordt hoe zij te werk gaan of vinden dat ze teveel persoonlijke informatie moeten geven. Onder meer uit deze reactie en de lage respons kan ook opgemaakt worden dat de particuliere belegger soms moeilijk te benaderen is. De hoge mate van non-respons kan leiden tot selectieve non-respons. Echter is dit lastig te achterhalen omdat er weinig gegevens bekend zijn over de groep beleggers die de enquête niet hebben ingevuld. Wel hebben een aantal bekende particuliere beleggers aangegeven geen tijd te hebben om de enquête in te vullen en ook niet bereid bleken omdat zij vaker aan dergelijke onderzoeken mee hebben gewerkt maar hier nooit een terugkoppeling van hebben gehad.

Door de lage respons is de externe validiteit van dit onderzoek gering, waardoor de gegevens niet gegeneraliseerd kunnen worden voor alle particuliere beleggers in Nederland. Onder andere door de reacties van particuliere beleggers zoals hierboven vermeld, is de betrouwbaarheid van de uitkomsten van de enquête onduidelijk. Door de 'moeilijke vragen' en vragen over hun specifieke strategie kunnen particuliere beleggers wellicht sociaal wenselijke antwoorden gegeven hebben.

Daarnaast is aanvankelijk een keuze gemaakt voor het onderzoeken van drie psychologische concepten. In de loop van het onderzoek is gebleken dat de methoden om gedrag van particuliere beleggers te meten erg lastig is. Dit is onder andere gebleken uit de verschillende resultaten die de twee methoden om *overconfidence* te meten aangaven. Daarentegen konden wel enkele conclusies getrokken worden over Behavioral Finance zonder dat daar expliciet onderzoek naar gedaan was. Daarnaast kan opgemerkt worden dat het gedrag van de respondenten gebaseerd is op basis van

eigen interpretaties en zelf aangehouden beoordelingen en niet zozeer op feitelijke criteria omdat het lastig is criteria voor gedrag te objectiveren. Hoewel ik op een hogere respons gehoopt had, hebben de enquêtes en de daarbij behorende interviews mij de informatie verschaft die ik nodig had.

7.3 Aanbevelingen voor verder onderzoek

Er kunnen enkele aanbevelingen gedaan worden naar aanleiding van dit onderzoek. Allereerst kan geprobeerd worden om de populatie inzichtelijker te maken. Verder moet toch getracht worden de steekproef te vergroten. Het zal dan mogelijk worden om meer generaliserende antwoorden te geven.

Ten tweede zou dit onderzoek herhaald kunnen worden, maar dan na de crisis. De financiële crisis met alles er omheen heeft invloed gehad op de uitkomsten. Het zal interessant zijn om na te gaan hoe beleggers achteraf dachten over de crisis en hun handelen in die periode.

Daarnaast kan onderzoek gedaan worden naar het gedrag van banken. Dit omdat veel particuliere beleggers aangaven dat een van de oorzaken van de huidige financiële crisis, en daarmee van directe invloed op het beleggingsgedrag van particuliere beleggers, de terughoudende financiering van de banken is. Waarom financieren banken bepaalde beleggers wel en andere niet? Naast de 'rationele eisen' zoals rendementen die in het verleden zijn gehaald, kunnen ook andere factoren van invloed zijn op de handelswijze van banken. Een dergelijk onderzoek zou de particuliere vastgoedbelegger in zijn keuzes en strategieën aanzienlijk kunnen ondersteunen.

Ook kunnen andere onderzoeken zich richten op de tien genoemde psychologische concepten. Wellicht kunnen concepten waarbij kwantitatieve historische data van toepassing zijn, onderzocht worden. Daarnaast kan eventueel op een andere manier *overconfidence* worden gemeten. Omdat blijkt dat de twee methoden die *overconfidence* meten verschillende uitkomsten geven, zou het interessant zijn om te onderzoeken wat hiervan de oorzaak is.

Uiteindelijk kan de vraag gesteld worden of gedrag van beleggers wel echt te meten is in kwantitatieve data....

Dit onderzoek heeft een aantal antwoorden gegeven op vragen over het gedrag van particuliere beleggers maar dus ook nieuwe vragen opgeroepen voor verdere onderzoek in het belang van de portefeuillestrategieën van vastgoedbeleggers.

Literatuurlijst

ABP (2011), Jaarverslag APB 2011 [online] http://www.abp.nl/images/ABP-jaarverslag-2011_tcm160-148186.pdf (Geraadpleegd op 13 februari 2013)

Adams, J. K. (1957), A confidence scale defined in terms of expected percentages. *The American Journal of Psychology*, Vol. 70, No. 3, Pp. 432-436.

Alpert, M. & H. Raiffa (1988), A progress report on the training of probability assessors, Pp.294-305. In: D. Kahneman, P. Slovic & A. Tversky (eds.), *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge, Cambridge University Press, Pp. 555.

Amsterdam School of Real Estate (2013), *Basissyllabus Methoden en technieken module I*, januari 2013.

Baarda, B., M. de Goede & C. van Dijkum (2011), *Basisboek Statistiek met SPSS*. Groningen: Noordhoff Uitgevers bv.

Boeije, H., H. 't Hart & J. Hox (2009), *Onderzoeksmethoden*. Den Haag: Boom Lemma uitgevers. Achtste druk.

Baker, M. & J. Wurgler (2011), Behavioral corporate finance: an updated survey. NBER Working paper No. 17333. Augustus 2011 [online] <http://www.nber.org/papers/w17333> (Geraadpleegd op 17 maart 2013)

Barberis, N., A. Shleifer & R. Vishny (1998), A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, No. 3, Pp. 307-33.

Benartzi, S. & R. Thaler (1995), Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, Pp. 73-92.

Bokhari, S. & D. Geltner (2011), Loss Aversion and Anchoring in Commercial Real Estate Pricing: Empirical Evidence and Price Index Implications. *Real Estate Economics*, Vol. 39 No. 4, Pp. 635-670.

Brachinger, H.W. en M.Weber (1997), Risk as a Primitive: A Survey of Measures of Perceived Risk. *OR Spektrum*, Vol. 19 No. 3, Pp. 235-250.

Brouwer, H. (2012), *Hoorcollege Vastgoedbelegging - Introductie*. Rijksuniversiteit Groningen. 14 november 2012.

Bryman, A. (2012), *Social Research Methods*. Oxford: Oxford University Press (4^e druk).

Bryman, A. (2013), *Triangulation* [online] <http://www.referenceworld.com/sage/socialscience/triangulation.pdf> (Geraadpleegd op 3 mei 2013)

Burke Johnson, R. & A. J. Onwuegbuzie (2004), Mixed Methods Research: A Research Paradigm Whose Time Has Come. *Educational researcher*, Vol. 33. No.7, Pp. 14-26.

Camerer, C. & G. Loewenstein (2002), Behavioral Economics: Past, Present, Future. *Division of Humanities and Social Sciences*, Vol. 228, Pp. 1-61.

Caracelli, V. J. & J.C. Greene (1993), Data analysis strategies for mixed-method evaluation designs. *Educational Evaluation and Policy Analysis*, Vol. 15, Pp. 195–207.

CBS (2013a) Institutionele Beleggers [online] <http://www.cbs.nl/nl-NL/menu/themas/financiele-zakelijke-diensten/methoden/dataverzameling/korte-onderzoeksbeschrijvingen/institutionele-beleggers-methode.htm> (Geraadpleegd op 8 maart 2013)

CBS (2013b), Institutionele beleggers; Vastgoedbeleggingen [online] <http://statline.cbs.nl/StatWeb/publication/?DM=SLNL&PA=37512&D1=0-1,6&D2=5-16&VW=T> (Geraadpleegd op 8 maart 2013)

CBS (2013c), BBP [online] <http://www.cbs.nl/nl-NL/menu/themas/dossiers/conjunctuur/publicaties/conjunctuurbericht/inhoud/conjunctuurklok/toelichtingen/ck-10.htm> (Geraadpleegd op 8 maart 2013)

Cohen, G. & A. Kydryavstsev (2012), Investor Rationality and Financial Decisions. *The Journal of Behavioral Finance*, Vol. 12, Pp. 11 – 16.

Cornand, C. & C. Gimet (2012), The 2007-2008 financial crisis: Is there evidence of disaster myopia? *Emerging Markets Review*, Vol. 13, Pp. 301-315.

Creswell, J. (2003), *Research design – Qualitative, Quantitative and Mixed Methods Approaches*. Thousand Oaks, California: SAGE Publications (2^e druk).

Cuppen, J. (2011), 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: Afstudeerscriptie MRE.

Cushman & Wakefield (2012), Investment Snapshot [online] <http://www.vastgoedjournaal.nl/uploads/CW%20Investment%20marketbeat%202011%20Q4%20NE D.pdf> (Geraadpleegd op 8 maart 2013)

Daniel, K. D. Hirshleifer & A. Subrahmanyam (1998), Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions, Working paper, Northwestern University.

Debels, T. (2006), *Behavioral Finance – Motivatiepsychologie van de belegger*. Antwerpen – Apeldoorn: Garant-Uitgevers N.V.

DeBondt, W. & R. Thaler (1995), Financial decision making in markets and firms: a behavioral perspective. In: Jarrow, R.A., Maksimovic, V., Ziemba, W.T. (Eds.), *Finance, Handbooks in Operational Research and Management Science*, Vol. 9, Pp. 385–410.

Diacon, S. and C. Ennew (2001), Consumer Perceptions of Financial Risk. *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, Vol. 26 No.3, Pp. 389–409.

Droms, W. G., & Strauss, S. N. (2003), Assessing risk tolerance for asset allocation. *Journal of Financial Planning*, Vol. 16, No. 3, Pp. 72-77.

Dresdner VPV (2008), Geloven, Special Value Investing [online] http://www.hofhoorneman.nl/media/kov/kov_2008special.pdf (Geraadpleegd op 12 maart 2013)

Elton, D. & M. Gruber (1999), *Portfolio Theory and Asset Pricing*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press.

Fama, E. (1965), Random Walks in Stock Market Prices. *Financial Analysts Journal*, Vol. 21, No. 5, Pp. 55 – 59.

Fama, E. (1970), Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, Vol. 25, Pp. 383-417.

Fama, E. (1991), Efficient Capital Markets: II, *The Journal Of Finance* Vol. 96, No 5, Pp. 1575 – 1617.

Fischhoff, B., P. Slovic, S. Lichtenstein, S. Read, and B. Combs (1978), How Safe Is Safe Enough? A Psychometric Study of Attitudes Towards Technological Risks and Benefits. *Policy Sciences*, Vol. 9, Pp. 127–158.

Geltner, D., N. Miller, J. Clayton & P. Eichholtz (2006), *Commercial real estate – analysis & investments*. Eagan: West group.

Gigerenzer, G. (1991), How to make cognitive illusions disappear: Beyond Heuristics and Biases, *European Review of Social Psychology*. Vol. 2, Pp. 83-115.

Greer, G. & P. Kolbe (2003), *Investment Analysis for Real Estate Decisions*. Chicago: Dearborn Financial Publishing Inc. (5^e druk)

Gool, van P. en M. Bosma-Verhaegh (2009), Uitdagingen bij privaat (niet beursgenoteerd) indirect vastgoed, *Onderzoekspaper ASRE Onderzoekseminar*. 3 juli 2009.

Gool, P. van, D. Brounen, P. Jager en R.M. Weisz (2007), *Onroerend goed als belegging*. Houten: Wolters-Noordhoff. (4e druk)

Grossman, S. en J. Stiglitz (1980), On the impossibility of informationally efficient markets, *American Economic Review*, Vol. 70, Pp. 393-408.

Guttentag, J. & R. Herring (1986), Disaster myopia in international banking, *Essays in International Finance* 164, Princeton University.

Gyamfi-Yeboah, F., D. Ling & A. Naranjo (2012), Information, uncertainty, and behavioral effects: Evidence from abnormal returns around real estate investment trust earnings announcements. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 31, Pp. 1930-1952.

Haas, M., de (2004), *Pensioenfondsen in zwaar weer – Een onderzoek naar de huidige problemen bij Nederlandse pensioenfondsen*. Deventer: Kluwer.

Hanson, W.E., J.W. Creswell, C. Plano, L. Vicki L., K.S. Petska & J.D. Creswell (2005), Mixed Methods Research Designs in Counseling Psychology. *Journal of Counseling Psychology*, Vol. 52, No.2, Pp. 224–235.

Herring, R. & S. Wachter (2002), *Bubbles in Real Estate Markets*, Working paper 402, Zell-Lurie Real Estate Center.

Higgins, E.T. & R.M. Sorrentino (1990), A handbook of Motivation & Cognition – Foundations of social behavior. New York: The Guilford Press. (2e druk)

Hui, E., X. Zheng & H. Wang (2012), Investor sentiment and risk appetite of real estate security market. Applied Economics, Vol. 49, No. 19, Pp. 2801-2807.

Huisman, R. e.a. (2012), A new measurement method of investor overconfidence. Economic Letters, Vol. 114, Pp. 69-71.

ING Real Estate Finance & Nyenrode (2011), Het financieringsbeleid van Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers [online]
<http://www.nyenrode.nl/FacultyResearch/FAC/CRE/Documents/Het%20financieringsbeleid%20van%20Nederlandse%20particuliere%20vastgoedbeleggers%202011.pdf> (Geraadpleegd op 8 maart 2013)

ING Real Estate Finance & Nyenrode (2012), Het financieringsbeleid van Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers in 2012 [online]
<http://www.nyenrode.nl/FacultyResearch/FAC/CRE/Documents/Het%20financieringsbeleid%20van%20Nederlandse%20particuliere%20vastgoedbeleggers%202012.pdf> (Geraadpleegd op 8 maart 2013)

IPD (2013), IPD Nederlandse Maatschappelijk Vastgoedindex [online]
<http://www.ipd.com/Diensten/IPDNederlandseMaatschappelijkVastgoedindex/tabid/2721/Default.aspx> (Geraadpleegd op 7 juli 2013)

IVBN (2013), Algemeen profiel [online] <http://www.ivbn.nl/algemeen-profiel> (Geraadpleegd op 15 februari 2013)

Jensen, M. (1978), Some anomalous evidence regarding market efficiency, Journal of Financial Economics, Vol. 6, Pp. 95-101.

Jones Lang LaSalle (2012), Nederlandse beleggingsniveau vrij stabiel op een laag niveau; beleggers kiezen voor 'core' product [online] <http://www.joneslanglasalle.nl/Netherlands/nl-nl/Pages/NewsItem.aspx?ItemID=26004> (Geraadpleegd op 15 februari 2013)

Kahneman, D. & A. Tversky (1974), On the psychology of prediction. Psychological Review, Vol. 80, Pp. 237-251.

Kahneman, D. & A. Tversky (1979), Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. Econometrica, Vol. 47, Pp. 263-292.

Kaminsky, G. & S. Schmukler (1999), What triggers market jitters? A chronicle of the Asian Crisis. Journal of International Money and Finance, Vol. 18, No. 4, Pp. 537-60.

Kennedy, P. (2000), Macro economics: understanding economics in the news. Massachusetts: Massachusetts Institute of Technology. (2^e druk)

Kousemaeker, F. de & M. van Agt (2006), Praktijkaspecten vastgoed. Groningen: Noordhoff Uitgevers. 7^e druk.

Krotscheck, M. (2008), Modern Investment Theory [online]
<http://www.krotscheck.net/2008/02/24/modern-investment-theory.html> (Geraadpleegd op 8 maart 2013)

Lichtenstein, S., B. Fischhoff & L.D. Phillips (1977), Calibration of probabilities: The state of the art. In Jungermann, H., deZeeuw, G. (Eds.), Decision making and change in human affairs, Amsterdam: D. Reidel, Pp. 275-324.

Lichtenstein, S., B. Fischhoff, L.D. Phillips (1982), Calibration of probabilities: the state of the art to 1980. Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. In Kahneman, D., Slovic, P., Tversky, A. (Eds.), Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, Cambridge University Press, p. 306-334.

Livanas, J. (2011), Are Investors Rational and Does it Matter? Determining the Expected Utility Function for a Group of Investors. Journal of Behavioral Finance Vol. 12, Pp. 53-67.

Lucassen, P. & T. Olde Hartman (2007), Kwalitatief onderzoek. Houten: Bohn Stafleu van Loghum.

Marquard, A. (2012a), Syllabus Kredietcrisis, Rijksuniversiteit Groningen cursus Vastgoedbelegging.

Marquard, A. (2012b), Syllabus Moderne Portefeuille Theorie (in ontwikkeling), Rijksuniversiteit Groningen, cursus Vastgoedbelegging.

Michailova, J. (2010), Development of the overconfidence measurement instrument for the economic experiment [online] http://mpra.ub.uni-muenchen.de/26384/1/MPRA_paper_26384.pdf (Geraadpleegd op 16 maart 2013)

Miles, M. & A. Huberman (1994), Qualitative data analysis- an expanded sourcebook. London: Sage Publications inc. (2^e druk)

Nobelprize.org (2002), The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 2002 [online] http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2002/ (Geraadpleegd op 12 februari 2013)

Northcraft, G. & M. Neale (1987), Experts, Amateurs, and Real Estate: An Anchoring-and-Adjustment Perspective on Property Pricing Decisions. Organizational Behavior and Human Decision Processes, Vol. 39, Pp. 84-97

Odean, T. (1998), Volume, Volatility, price and Profit When All Traders are above average. Journal of finance Vol. 53, No. 6, Pp. 1887-1934.

Pompian, M. (2006), Behavioral Finance and wealth management. New Jersey: John Wiley&Sons.

Prast, H. (2004), Psychology in Financial Markets – An Introduction to Behavioural Finance. Financial and monetary studies. Vol. 22 No.2, Pp. 9-48.

Robinson, P. (2007), Book review: Designing and Conducting Mixed Methods Research door Creswell, J.W. & V.L. Piano Clark. Australitan and New Zealand Journal of Public Health, Vol. 31, No. 4, pp. 388-389.

- Rutgers, M. (2010), Handleiding Heuristiek [online] <http://home.tiscali.nl/~t845911/heuristiek/> (Geraadpleegd op 8 februari 2013)
- Sale, J.E.M., L.H. Lohfeld & K. Brazil (2002), Revisiting the Quantitative-Qualitative Debate: Implications for Mixed-Methods Research. Kluwer Academic Publisher, Vol. 36, Pp. 43-53.
- Shefrin, H. (2002), Beyond Greed and Fear, understanding Behavioral Finance and the psychology of investing. New York: Oxford University Press.
- Shefrin, H. & M. Statman (1985), The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. *Journal of Finance* XL, Vol. 3, Pp. 777-792
- Shiller, R. (2003), From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, Pp. 83-104.
- Tashakkori, A. & C. Teddlé eds. (2003), *Handbook of Mixed Methods in social & behavioral research*. Thousand Oaks, California: SAGE Publications, Inc.
- Troostwijk Research (2013), *Beleggingen in direct vastgoed per deelmarkt*.
- Tversky, A. & D. Kahneman (1974), Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, *Science*, Vol. 185, Pp. 1124 – 1131
- Vastgoedbelang (2013), *Organisatie* [online] <http://www.vastgoedbelang.nl/?nr=1188&Organisatie> (Geraadpleegd op 15 februari 2013)
- Vastgoedmarkt (2012a), NVB luidt noodklok minister Blok [online] <http://www.vastgoedmarkt.nl/nieuws/2012/11/30/NVB-luidt-noodklok-bij-minister-Blok> (Geraadpleegd op 30 november 2012)
- Vastgoedmarkt (2012b), Beleggers zitten nog stevig in zadel in crisisgeweld [online] <http://www.vastgoedmarkt.nl/nieuws/2012/12/20/Beleggers-zitten-nog-stevig-in-zadel-in-crisisgeweld> (Geraadpleegd op 5 januari 2013)
- Vastgoedmarkt (2012c), Particuliere belegger koopt supermarkt [online] <http://www.vastgoedmarkt.nl/nieuws/rubriek/beleggingen> (Geraadpleegd op 30 november 2012)
- Vastgoedmarkt (2013), Particulieren kopen zestig Amsterdamse woningen [online] <http://www.vastgoedmarkt.nl/nieuws/rubriek/beleggingen?page=2> (Geraadpleegd op 8 juli 2013)
- Veld-Merkoulova, Y. (2011), Investment horizon and portfolio choice of private investors. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 20, Pp. 68-75.
- Vis, J.W. (2006), *Moderne portefeuille theorie & Indirect beursgenoteerd onroerend goed*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate: Afstudeerscriptie MRE.
- Vocht, de A. (2008), *Basishandboek SPSS 16 voor Windows*. Utrecht: Bijleveld Press.

Vocht, de A. (2009), Syllabus Statistiek voor de opleiding Sociale Geografie en Planologie – versie 2009 - Faculteit Geowetenschappen, Universiteit Utrecht.

Wang, M., C. Keller en M. Siegrist (2011), The Less You Know, the More You Are Afraid of—A Survey on Risk Perceptions of Investment Products. *Journal of Behavioral Finance* Vol. 12, No. 1, Pp. 9-19.

Wheaton, W. (1999), Real Estate “Cycles”: Some Fundamentals. *Real Estate Economics* Vol. 27, Pp. 209-230

1. Begrippenlijst en afkortingen

1.1 Begrippenlijst

<i>Behavioral Finance</i>	Het vakgebied Behavioral Finance houdt zich bezig met de rationaliteit van het gedrag binnen de wereld van de financiële economie. Hierbij worden inzichten uit de sociale wetenschappen zoals de (cognitieve) psychologie en antropologie toegepast op financiële besluitvormingsprocessen.
<i>Behavioral Finance Macro</i>	Zoekt en beschrijft anomalieën in de efficiënte markt hypothese die gedragsmodellen kunnen verklaren. Bij dit macro niveau gaat het voornamelijk over het gedrag van de markt dat ontstaat uit het collectieve gedrag van individuele beleggers.
<i>Behavioral Finance Micro</i>	Onderzoekt het gedrag of de vooroordelen van individuele beleggers die zich onderscheiden van de rationele actoren, beschreven in de klassieke economische theorie. Deze microvariant richt zich voornamelijk op de individuele belegger en zijn persoonlijke gedragingen, keuzes en reacties.
<i>Belegging in direct vastgoed</i>	Een belegging in stenen.
<i>Beleggen in vastgoed</i>	Het vastleggen van vermogen in onroerend goed met het doel uit de exploitatie en verkoop van deze vermogenstitel een toekomstige stroom geldelijke opbrengsten te genereren.
<i>Belegging in indirect vastgoed</i>	Een belegging in vastgoedaandelen.
<i>Capital Asset Pricing Model</i>	Heersende economisch rationele theorie welke het verband tussen risico en het vereiste rendement verklaard.
<i>Direct rendement</i>	Rendement uit de periodieke huurinkomsten van vastgoed.
<i>Efficiënte markt</i>	Een markt waar een groot aantal rationele, winst-maximaliserende ondernemers actief concurreren, die elk proberen om toekomstige marktwaarden van individuele effecten te voorspellen, en waar belangrijke actuele informatie bijna vrij toegankelijk is voor iedereen. De efficiënte markt hypothese stelt dat de prijs alle mogelijke beschikbare informatie in de markt reflecteert.
<i>Indirect rendement</i>	Rendement afkomstig van de waardeinstijging van vastgoed.
<i>Institutionele beleggers</i>	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.
<i>Investeren in vastgoed</i>	Het vastleggen van vermogen in onroerend goed waarbij het de eigenaar primair te doen is om de diensten en producten die het vastgoed hem levert.
<i>Moderne Portefeuille Theorie</i>	Heersende economisch rationele theorie die stelt dat diversificatievoordeel kan optreden door spreiding van beleggingen in verschillende soorten vermogenstitels, zodat risico geminimaliseerd wordt en het rendement per eenheid risico wordt gemaximaliseerd.
<i>Particuliere vastgoedbeleggers</i>	Zelfstandige ondernemers, niet aangesloten bij een bedrijf, die zelf beleggen in onroerend goed, ofwel niet een institutionele belegger.

1.2 Afkorting

ABP:	Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds
BBP:	Bruto Binnenlands Product
BFMA:	Behavioral Finance Macro
BFMI:	Behavioral Finance Micro
CAPM:	Capital Asset Pricing Model
CBS:	Centraal Bureau voor de Statistiek
CMBS:	Commercial Mortgage-Backed Securities
ERISA:	Employee Retirement Income Security Act
IPD:	Investment Property Databank
ING:	Internationale Nederlanden Groep
IVBN:	Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed, Nederland
LTV:	Loan to Value
MPT:	Moderne Portefeuille Theorie
PASS:	Global Portfolio Allocation Scoring System
ROZ:	Raad voor Onroerende Zaken
REIM:	Real Estate Investment Management
REIT:	Real Estate Investment Trust