

Het Strategisch Beslissingsproces

Van Nederlandse Particuliere Vastgoedbeleggers

Student

Mark Vledder

s1570935

Master Vastgoedkunde

Datum

Groningen, 29 augustus 2008

Het Strategisch Beslissingsproces

Van Nederlandse Particuliere Vastgoedbeleggers

“Niets is moeilijker, en daardoor waardevoller, dan vaardigheid in het nemen van beslissingen”.

NAPOLEON,
Maximen, 1804
(Edward Russo & Schoemaker, 1989)

Het Strategisch Beslissingsproces

Van Nederlandse Particuliere Vastgoedbeleggers

Student

Mark Vledder

s1570935

Master Vastgoedkunde

Onderwerp

*Het strategisch beslissingsproces van
Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers*

Coördinatie Rijksuniversiteit Groningen

drs. A. Marquard

prof. dr. E.F. Nozeman

Rijksuniversiteit Groningen

Faculteit Ruimtelijke Wetenschappen

Postbus 800, 9700 AV Groningen

Coördinatie Troostwijk Taxaties B.V.

H.G.M. Wentzel RT

S. Nijboer

Troostwijk Taxaties B.V.

Anderlechtlaan 181

1066 HM Amsterdam

Datum

Groningen, 29 augustus 2008

Woord vooraf

Voor u ligt de Master thesis die ik heb geschreven in het kader van mijn afstudeeronderzoek aan de Rijksuniversiteit Groningen met als afstudeerrichting de Master Vastgoedkunde. Mede met dank aan Troostwijk Taxaties B.V. is het idee voor dit onderzoek ontstaan. De maanden februari tot en met juni heb ik bij deze organisatie mijn afstudeerstage mogen volbrengen. Hierbij wil ik mijn begeleiders bij Troostwijk, de heer Wentzel en de heer Nijboer bedanken voor hun enthousiasme en opbouwende commentaar.

Bij het schrijven van deze thesis ben ik vanuit de Rijksuniversiteit Groningen begeleid door drs. A. Marquard. De gesprekken die ik met hem heb mogen voeren, waren uiterst interessant en heb ik als zeer plezierig ervaren. Op inspirerende wijze werd ik gestimuleerd om diepgaande aspecten inzichtelijk te maken, die tevens hebben geleid tot dit resultaat. Bovendien wil ik de tweede lezer, prof. dr. E. F. Nozeman, bedanken.

Tevens wil ik ook alle personen bedanken die mij hebben voorzien van de nodige informatie. Bovendien was het voor mij een enorme, interessante en leuke ervaring om gesprekken te voeren met personen van de verschillende organisaties. De wereld van particuliere vastgoedbeleggers was mij onbekend, maar heb daarentegen een kijkje mogen nemen in de keuken van deze wonderlijke wereld.

Mark Vledder
Groningen, 29 augustus 2008

Samenvatting

Troostwijk Taxaties B.V. wil een nieuwe Business Real Estate Service (BRES) oprichten, waarbij ligt het accent op waardecreatie. De bedoeling hiervan is om deugdelijke informatie te verschaffen en een onafhankelijk advies bij aan- en verkoop te verstrekken. De betrokken partijen kunnen op basis hiervan de juiste beslissingen nemen op het juiste moment. Vanuit deze zienswijze wil Troostwijk inzicht krijgen in het strategisch beslissingsproces van Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers. Met dit gegeven, is het volgende onderzocht: hoe verloopt het strategisch beslissingsproces van Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers. Met als doel het verkrijgen van inzicht in de factoren die invloed hebben op het beslissingsgedrag van particuliere vastgoedbeleggers, zodat Troostwijk Business Real Estate Service (BRES) als ‘adviseur’ een rol kan vervullen bij het beslissingsproces en zij een deugdelijk service- adviesproduct kunnen afleveren. Om deze doelstelling te bereiken is gebruik gemaakt van een centrale vraagstelling te weten:

“Hoe verloopt het strategisch beslissingsproces van particuliere vastgoedbeleggers en welke rol kan een adviseur hierin hebben”.

Om deze centrale vraagstelling te kunnen beantwoorden is het onderzoek opgedeeld in zes onderdelen, die tevens ook als hoofdstukindeling gezien kunnen worden. Het eerste deel betreft de onderzoeksopzet. Vervolgens worden in het tweede deel de verschillende theorieën besproken en heeft er vertaling plaats gevonden van het consumentengedragmodel, een uniform model dat is omgebouwd tot een model dat op particuliere vastgoedbeleggers is toegesneden. Vervolgens wordt op empirische wijze, door middel van een kwantitatief en kwalitatief onderzoek het gedrag van particuliere vastgoedbeleggers in kaart gebracht. De vastgoedbeleggers zijn op basis van a selecte wijze geënquêteerd en er hebben interviews plaatsgevonden. Afsluitend worden alle bevindingen uit de theorie en de praktijk gecombineerd en verwerkt tot het strategisch beslissingsproces dat tevens als leidraad dient bij het maken van producten die Troostwijk BRES kan aanbieden. Tot slot volgt er een conclusie en worden er aanbevelingen gedaan.

Aan de hand van dit onderzoek is getracht het strategisch beslissingsproces van particuliere vastgoedbeleggers inzichtelijk te maken. Met behulp van de belangrijkste theorieën te weten, de behavioral finance en het consumentengedragmodel van Blackwell, Miniard & Engel (2001) is de basis gecreëerd van het strategisch beslissingsmodel. De behavioral finance gaat er van uit dat de particuliere vastgoedmarkt imperfect is en dat individuen zich irrationeel gedragen, dit in tegenstelling met de traditionele financieringstheorie. Het consumentengedragmodel is vertaald naar het strategisch beslissingsproces en kan

gehanteerd worden bij het inzichtelijk maken van het beslissingsgedrag van particuliere vastgoedbeleggers. Hiermee kan tevens bereikt worden dat de irrationele vastgoedbelegger betere beslissingen gaat nemen. Op basis van theoretische en praktische bevindingen zijn de benodigde factoren verkregen en verwerkt in het strategisch beslissingsproces. Dit proces bestaat uit drie fasen – ook wel bekend als beslissingsmomenten- te weten: behoefte herkenning, informatie zoeken en evalueren van alternatieven. Het resultaat wordt in fase vier beschreven. Deze fase betreft alleen niet meer het beslissingsproces. De hierboven genoemde fasen worden beïnvloed door psychologische gedragspatronen van de vastgoedbeleggers, ook wel bekend als heuristieken en anomalieën, waaronder *representativeness*, *overconfidence*, *illusion of control*, *anchoring* en *mental accounting* en dergelijke.

Het deel waarbij de praktische bevindingen verkregen worden en gebruikt kunnen worden als invulling in het strategisch beslissingsproces wordt omschreven als het empirische onderzoek. Dit onderzoek heeft kwalitatief en een kwantitatief component. Op basis van het eerste component zijn acht particuliere vastgoedbeleggers geïnterviewd en bij het tweede component zijn 343 particuliere vastgoedbeleggers geselecteerd, waarvan 47 zijn teruggezonden en waar uiteindelijk 36 zijn overgebleven die voldeden aan de gestelde doelgroepcriteria. Aan belangrijke bevindingen hieruit zijn dat de doelgroep informatiebehoefte heeft naar locatieonderzoek, risico-analyse, kostencalculaties en acquisitie. Hierbij valt op te merken dat de informatie als volgt wordt verwerkt: elke beslissing is gebaseerd op het intuïtieve vermogen van een persoon – de beslisser – en heeft een cruciale rol bij het maken van een beslissing. De reeds eerder genoemde heuristieken en anomalieën bepalen hierbij overduidelijk de uiteindelijke beslissing. Hierdoor zijn de gevolgen achteraf waarneembaar en kan dit zowel in negatieve als in positieve zin worden geuit.

Uit het bovenstaande is al gebleken dat de producten locatieonderzoek, risico-analyse, kostencalculaties, acquisitie en uiteraard ook taxaties onderhevig zijn aan bepaalde heuristieken en anomalieën. Deze gedragstypen beïnvloeden tussentijds de beslismomenten in het proces. Het feit dat inzichtelijk is gemaakt wanneer deze gedragstypen zich voordoen, is het mogelijk een product af te zetten - wellicht door Troostwijk BRES -, zodat particuliere vastgoedbeleggers de juiste afweging kunnen maken. De genoemde heuristieken en anomalieën kunnen worden weggenomen dan wel worden beperkt. Hierdoor wordt het strategisch beslissingsproces rationeler. Uiteraard kan Troostwijk BRES met haar kennis en kunde zorgen voor het vervaardigen van de juiste beslissingen op het juiste moment.

Aanbevelingen

Op basis van wat hierboven inzichtelijk is gemaakt kunnen de volgende aanbevelingen worden gedaan te weten:

1. Op diepgaande wijze inzichtelijk maken welke methodieken c.q. rekenkundige instrumenten een particuliere vastgoedbelegger zoal hanteert.
2. Er dient nader onderzoek te worden gedaan naar de totale omvang van particuliere vastgoedbeleggersmarkt.
3. Inzichtelijk maken welke filosofie een particuliere vastgoedbelegger voornamelijk hanteert.
4. In hoeverre zijn grote vastgoedbeleggers, die een portefeuille omvang hebben van meer dan € 500 miljoen (institutionele beleggers, beursgenoteerde vastgoedfondsen, grote niet-genoteerde vastgoedfondsen) rationeler/irrationele in verhouding tot particuliere vastgoedbeleggers.

Inhoudsopgave

| | |
|--|-----------|
| Woord vooraf | 1 |
| Samenvatting | 2 |
| Hoofdstuk 1 Inleiding & Onderzoeksopzet | 10 |
| 1.1 Aanleiding | 10 |
| 1.2 Probleemstelling | 10 |
| 1.3 Doelgroep | 10 |
| 1.4 Doelstelling | 11 |
| 1.5 Vraagstelling | 11 |
| 1.5.1 Deelvragen | 11 |
| 1.6 Methodiek | 11 |
| 1.7 Conceptueel model | 12 |
| Hoofdstuk 2 Theoretisch kader | 13 |
| 2.1 Inleiding | 13 |
| 2.2 Wat is beslissen? | 14 |
| 2.3 Ontwikkelingen omtrent beslissen | 14 |
| 2.4 Traditionele financieringstheorie | 15 |
| 2.5 Behavioral Finance | 15 |
| 2.5.1 Gedragskenmerken beleggers | 18 |
| 2.6 Agency theory | 20 |
| 2.7 Particuliere onroerend goedmarkt | 21 |
| 2.8 Theoretische beleggingsproces | 22 |
| 2.9 Keuze theoretisch beslissingsmodel | 24 |
| 2.10 Het beslissingsproces | 25 |
| 2.11 Afbakening | 27 |
| 2.12 Conclusie | 28 |
| Hoofdstuk 3 Empirisch onderzoek | 29 |
| 3.1 Inleiding | 29 |
| 3.2 Selectiecriteria doelgroep | 29 |
| 3.3 Gegevens verzamelen en verwerken | 30 |
| 3.3.1 De schriftelijke enquête | 30 |
| 3.3.2 Opbouw enquête | 30 |
| 3.3.3 Kwalitatief onderzoek | 31 |

| | | |
|---|---|-----------|
| 3.3.4 | Kwantitatief onderzoek | 31 |
| 3.3.4.1 | De steekproef | 31 |
| 3.3.4.2 | Wijze van analyseren | 32 |
| 3.4 | Interpretatie en perceptie | 32 |
| 3.4.1 | Testbare hypothesen | 32 |
| 3.4.2 | Representativiteit van de steekproef | 33 |
| 3.5 | Respons | 34 |
| 3.6 | Evaluatie empirisch onderzoek | 35 |
| 3.7 | Afsluiting | 35 |
| Hoofdstuk 4 Resultaten empirisch onderzoek | | 36 |
| 4.1 | Inleiding | 36 |
| 4.2 | Beschrijving respondenten | 37 |
| 4.2.1 | Beleggerprofiel | 37 |
| 4.2.2 | Portefeuille omvang | 37 |
| 4.2.3 | Beleggingshorizon | 38 |
| 4.2.4 | Samenstelling vastgoedportefeuille | 39 |
| 4.2.5 | Leegstand vastgoedportefeuille | 40 |
| 4.2.6 | Oriëntatie regionaal en nationaal | 41 |
| 4.2.7 | Toekomst oriëntatie buitenland | 42 |
| 4.3 | Elementaire informatie | 43 |
| 4.3.1 | Waardering producten | 44 |
| 4.3.2 | Mate van gebruik van de verschillende producten | 46 |
| 4.3.3 | Criteria aan- en verkoop van vastgoed | 46 |
| 4.4 | Beslissen | 47 |
| 4.4.1 | Alleen of in samenwerking | 47 |
| 4.4.2 | Gewoonte en ervaring | 48 |
| 4.4.3 | Mate van ongenoegen bij een aanmerkelijk verslies | 49 |
| 4.4.4 | Beweegredenen | 49 |
| 4.4.5 | Taxatiefrequentie extern | 52 |
| 4.4.6 | Taxatiefrequentie intern | 53 |
| 4.5 | Expert interviews | 54 |
| 4.6 | Threats and Opportunities | 55 |
| 4.6.1 | Toekomstverwachting BAR | 56 |
| 4.6.2 | Kantorenmarkt | 57 |
| 4.6.3 | Winkelmarkt | 57 |
| 4.6.4 | Woningmarkt | 57 |

| | |
|--|-----------|
| 4.6.5 Bedrijfsruimtemarkt | 57 |
| 4.7 Conclusie | 58 |
| Hoofdstuk 5 Het strategisch beslissingsproces | 60 |
| 5.1 Inleiding | 60 |
| 5.2 Het acquisitiebeleid | 60 |
| 5.3 Het procesmodel van particuliere vastgoedbeleggers | 61 |
| 5.4 Productanalyse | 64 |
| 5.4.1 Locatieonderzoek | 65 |
| 5.4.2 Risico-analyse | 66 |
| Hoofdstuk 6 Conclusies & Aanbevelingen | 68 |
| 6.1 Conclusie | 68 |
| 6.2 Aanbevelingen | 70 |
| Literatuurlijst | 72 |
| Boeken | 72 |
| Artikelen | 73 |
| Overige bronnen | 74 |
| Bijlagen | 75 |
| Bijlage I Enquête & begeleidende brief | 75 |
| Bijlage II Toelichting statistische toetsen | 83 |
| Bijlage III Uitkomsten hypothese 1 | 84 |
| Bijlage IV Uitkomsten hypothese 2 | 85 |
| Bijlage V Uitkomsten hypothese 3 | 86 |
| Bijlage VI Risicofactoren | 87 |

Lijst van figuren & tabellen per hoofdstuk

Hoofdstuk 1

Figuren

| | |
|-------------------------------|----|
| 1.8.1 Conceptueel model | 12 |
|-------------------------------|----|

Hoofdstuk 2

Figuren

| | |
|--|----|
| 2.10.1 The Consumer Decision Proces Model | 25 |
| 2.11.1 Conceptmodel ‘Het strategisch beslissingsmodel’ | 27 |

Tabellen

| | |
|---|----|
| 2.5.1 Gedragstypen vastgoedbelegger | 19 |
|---|----|

Hoofdstuk 3

Figuren

| | |
|---------------------------------|----|
| 3.5.1 Kaart van Nederland | 34 |
|---------------------------------|----|

Tabellen

| | |
|--|----|
| 3.5.1 Respons kwantitatief onderzoek | 34 |
| 3.5.2 Verdeling per Regio | 34 |

Hoofdstuk 4

Figuren

| | |
|---|----|
| 4.2.1 Beleggerprofiel | 37 |
| 4.2.2 Verdeling vastgoedportefeuille in percentage | 38 |
| 4.2.3 Gemiddelde percentage per beleggingscategorie | 40 |
| 4.2.4 Hoeveelheid segmenten in een vastgoedportefeuille | 40 |
| 4.3.1 Waardering producten | 45 |
| 4.3.2 Mate van gebruik van de verschillende producten | 45 |
| 4.3.3 Criteria voor aankoop van vastgoed | 47 |
| 4.4.1 Aan- en verkoopbeslissingen alleen of in samenwerking | 48 |
| 4.4.2 Snelheid van besluiten nemen | 48 |
| 4.4.3 Bewegredenen eerste aankoop vastgoed | 49 |
| 4.4.4 Bewegredenen om op dit moment vastgoed aan te houden | 50 |
| 4.4.5 Bewegredenen om op dit moment vastgoed af te stoten | 51 |
| 4.6.1 Toekomstverwachting BAR (komende 5 jaar) | 56 |

Tabellen

| | |
|---|----|
| 4.2.1 Steekproef particuliere vastgoedbeleggers | 37 |
| 4.2.2 Beleggingshorizon | 38 |
| 4.2.3 Verband tussen portefeuille omvang en beleggingshorizon | 39 |
| 4.2.4 Leegstand | 40 |
| 4.2.5 Oriëntatie regionaal en nationaal | 41 |

| | | |
|-------|---|----|
| 4.2.6 | Verband tussen portefeuille omvang en oriëntatie | 42 |
| 4.2.7 | Toekomst oriëntatie buitenland | 43 |
| 4.4.1 | Gewoonte en ervaring | 48 |
| 4.4.2 | Mate van ongenoegen bij een aanmerkelijk verlies | 49 |
| 4.4.3 | Taxatiefrequentie ‘extern’ | 52 |
| 4.4.4 | Verband tussen portefeuille omvang en taxatiefrequentie | 53 |
| 4.4.5 | Taxatiefrequentie ‘intern’ | 53 |

Hoofdstuk 5

Figuren

| | | |
|-------|--|----|
| 5.3.1 | Het strategisch beslissingsmodel | 61 |
|-------|--|----|

Tabellen

| | | |
|-------|--|----|
| 5.3.1 | Beslissingsproces van particuliere vastgoedbeleggers | 62 |
| 5.3.2 | Locatieonderzoek | 65 |
| 5.3.3 | Risico- analyse | 66 |

1 Inleiding & Onderzoeksopzet

1.1 Aanleiding

Troostwijk Taxaties B.V. wil een nieuwe Business Real Estate Service (BRES) oprichten. Hierbij ligt het accent op waardecreatie. Door middel van deugdelijke informatieverschaffing en onafhankelijk advies bij aan- en verkoop kunnen partijen een juiste beslissing nemen. Vanuit deze gedachte wil Troostwijk Taxaties B.V. inzicht krijgen in het strategisch beslissingsproces van Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers.

Het verstrekken van deugdelijk advies is geen eenvoudige opgave, vooral als de beweegredenen van de klant niet precies bekend zijn, in dit geval van Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers. Binnen deze groep particuliere vastgoedbeleggers kunnen de beweegredenen gevonden worden aan de hand van een onderzoek naar het beslissingsproces. Als dit proces in kaart is gebracht, kan uiteindelijk een goed advies worden gegeven. Bijvoorbeeld in de vorm van een deugdelijk en betrouwbaar onafhankelijk service- adviesproduct.

1.2 Probleemstelling

Vanuit de aanleiding is duidelijk geworden hoe de probleemstelling van het onderzoek dient te luiden. Hieronder wordt de probleemstelling uiteengezet in een doelstelling, vraagstelling en deelvragen.

1.3 Doelgroep

Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers, hierna ook wel genoemd particuliere vastgoedbeleggers, die voor eigen rekening en risico in vastgoed beleggen. Onder deze groep particuliere vastgoedbeleggers vallen besloten vennootschappen (BV's), die door hun besloten karakter alleen aandelen op naam kennen, waardoor overdracht van deze aandelen niet vrijelijk kan plaatsvinden. Tevens vallen hieronder de contractuele samenwerkingsvormen zoals maatschappen en commanditaire vennootschappen, waarbij de maten/vennoten participeren in de samenwerkingsvorm. Buiten beschouwing blijven de naamloze vennootschappen (NV's) met een beursnotering en de niet beursgenoteerde NV's met aandelen aan toonder (ofwel NV's met een open karakter) en institutionele vastgoedbeleggers. De doelgroep heeft een portefeuille omvang tot maximaal € 150 miljoen (Troostwijk Makelaars O.G., 2006). De belegging dient in direct vastgoed te zijn dat in Nederland is gelegen, al dan niet verspreid tussen de segmenten kantoren, winkels, woningen en bedrijfsruimte. Het onderzoek is beperkt tot deze groep particuliere vastgoedbeleggers, omdat 87 procent van de particuliere vastgoedbeleggers in direct

vastgoed in deze portefeuille omvang participeert (Troostwijk Makelaars O.G., 2006). Omdat het om zo'n grote groep particuliere vastgoedbeleggers gaat is het interessant om hun beweegredenen bij het nemen van beslissingen inzichtelijk te maken.

1.4 Doelstelling

Het doel van het onderzoek is: "Het verkrijgen van inzicht in de factoren die invloed hebben op het beslissingsgedrag van particuliere vastgoedbeleggers en welke rol Troostwijk Business Real Estate Service als 'adviseur' kan hebben bij het beslissingsproces, zodat zij een deugdelijk service- adviesproduct kunnen afleveren".

1.5 Centrale vraagstelling

Hoe verloopt het strategisch beslissingsproces van particuliere vastgoedbeleggers en welke rol kan een adviseur hierin hebben?

1.5.1 Deelvragen

- 1. Welke wetenschappelijke theorieën geven inzicht in het beslissingsproces?*
- 2. Wat zijn de beslissingsmomenten van particuliere vastgoedbeleggers?*
- 3. Welke informatie dienen particuliere vastgoedbeleggers nodig te hebben bij een dergelijk beslissingsmoment?*
- 4. Op welke wijze gaan particuliere vastgoedbeleggers met de nodige informatie om?*
- 5. Hoe verloopt uiteindelijk het strategisch beslissingsproces van particuliere vastgoedbeleggers, voorafgaand aan de acquisitie?*
- 6. Welke vormen van producten zijn adequaat voor een deugdelijk service-adviesproduct?*

1.6 Methodiek

Dit onderzoek beoogde kennis op te leveren over het strategisch beslissingsgedrag van particuliere vastgoedbeleggers. Om een volledig antwoord te krijgen op de vraagstelling, is een literatuuronderzoek gedaan, hiervoor werden diverse boeken, vakbladen en internetbronnen geraadpleegd. Vervolgens zijn particuliere vastgoedbeleggers benaderd en door middel van enquêtering en het houden van diepte interviews is op empirische wijze hun uiteindelijke gedrag in kaart gebracht.

1.7 Conceptueel model¹

In het onderstaande model wordt op schematische wijze het onderzoek weergegeven. Alle facetten die worden behandeld, kunnen met dit model worden gevolgd. Ter bevordering van de leesbaarheid en de structuur, wordt aan het begin van ieder hoofdstuk dit model toegelicht en verder opgebouwd. De facetten die in het model zijn weergegeven zullen respectievelijk van links naar rechts behandeld worden.

Figuur 1.7.1: *Conceptueel model*.

| Theoretisch kader | Empirisch onderzoek | Resultaten empirisch onderzoek | Het strategisch beslissingsproces | Conclusie |
|---|--|--|--|-------------------------------|
| Besliskunde Behavioral Finance Vastgoedbelegging Consumer behavior | Selectie doelgroep Kwantitatief & kwalitatief Respons & evaluatie onderzoek | Beschrijving respondenten Handelsgedrag belegger Elementaire informatie Bewegredenen belegger Expert interview | Acquisitiebeleid Procesmodel van particuliere vastgoedbeleggers Productanalyse | Conclusies & aanbevelingen |

Uiteindelijk wordt in deze scriptie toegewerkt naar een model dat gebaseerd is op de behavioral finance gecombineerd met modellen ontleend aan de besliskunde en getoetst aan de praktijk van de vastgoedbelegger. Deze synthese wordt gepresenteerd in hoofdstuk vijf. De lezer met weinig tijd wordt geadviseerd in ieder geval deze schema's zeer kritisch te bestuderen.

¹ Het conceptueel model is gebaseerd op een thermometer. De achterliggende gedachte is ontleend aan het overvloeien van de besproken hoofdstukken.

2 Theoretisch Kader



2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt uiteengezet welke wetenschappelijke visies, ook wel theorieën genoemd, inzicht geven in het beslissingsproces. Hierbij is bepalend welke factoren invloed hebben op een dergelijke beslissing. Het uiteindelijke doel is om een zienswijze te verschaffen in het strategisch beslissingsgedrag van particuliere vastgoedbeleggers.

Voor een goede aansluiting op de gehanteerde literatuur worden van diverse begrippen de Engelstalige aanduiding en/of afkorting gegeven. Hierdoor kunnen er geen misverstanden ontstaan over de begrippen.

Allereerst wordt vanuit de besliskunde bij benadering duidelijk gemaakt wat beslissen precies is. Daarna wordt ingegaan op nieuwe ontwikkelingen, ofwel opkomende stromingen, omtrent het maken van beslissingen. Vervolgens wordt er een beeld geschetst vanuit de zienswijze van de traditionele financieringstheorie. Daarbij wordt uitgegaan van de gedachte dat een persoon zich volkomen rationeel gedraagt uitgaande van een *homo economicus*. De Behavioral Finance gaat uit van een gedragsmatige denkwijze, waarbij niet rationele factoren invloed hebben op de beslissingen van de vastgoedbelegger. Ook wordt de Agency Theory besproken en komt de particuliere onroerend goedmarkt aan bod. Vervolgens wordt beschreven hoe een theoretisch beleggingsproces in elkaar zit. Afsluitend wordt de keuze theoretisch beslissingsmodel en het beslissingsproces behandeld. Hierin wordt een model beschreven, dat naar eigen bewerking kan worden toegepast en als leidraad kan dienen bij het in beeld brengen van het strategisch beslissingsproces van particuliere vastgoedbeleggers. Tot slot wordt er een conclusie gegeven.

“Niets is moeilijker, en daardoor waardevoller, dan vaardigheid in het nemen van beslissingen.”

NAPOLEON,
Maximen, 1804
(Edward Russo & Schoemaker, 1989)

2.2 *Wat is beslissen?*

Beslissingen worden niet alleen vanuit rationele overwegingen gemaakt, ook irrationele beweegredenen spelen daarbij een rol. Vanuit de besliskunde zijn twee psychologische benaderingen bestudeerd. Allereerst de normatieve invalshoek, deze houdt zich bezig met het formuleren van diverse methodes waarmee rationele ofwel optimale beslissingen gemaakt kunnen worden, waarbij er als vanzelf logische wijze geredeneerd wordt. De tweede invalshoek, de descriptieve benadering, onderzoekt hoe beslissingen daadwerkelijk door personen in de praktijk worden genomen. Binnen deze laatste benadering kiezen personen voor een beslissingsalternatief, wanneer duidelijk is dat dit een acceptabel resultaat zal behalen. Vanuit beide perspectieven kan worden opgemerkt, dat wanneer een persoon (individu) een idealistisch model volledig zou doorlopen een optimale beslissing tot stand kan komen. Niets is minder waar, want in de praktijk blijkt dat dit beperkt wordt door factoren als geld, beschikbare informatie, hoeveelheid tijd, relevante criteria en door het psychisch vermogen (Dam & Moerland, 1974)(Bell et al. 1988).

2.3 *Ontwikkelingen omtrent beslissen*

Rationaliteit wordt van oudsher in de economische wetenschap vaak als perspectief gebruikt als het gaat om het maken van beslissingen. Deze zienswijze an sich behoort tot de verleden tijd. De afgelopen decennia is er veel onderzoek gedaan naar het toepassen van bevindingen uit de psychologie op verschijnselen in de economie. Op het vakgebied van de financiering en belegging is er een opkomende stroming die een zekere discrepantie heeft van die rationaliteit. Deze benadering wordt omschreven als ‘Behavioral Finance’ (Shefrin, 2000) (Bondt en Thaler, 1995)(Hirshleifer, 2001), zie voor een nadere uitleg paragraaf 2.5. Vanuit deze benadering wordt rekening gehouden met individuen die niet altijd rationeel beslissen, maar daarentegen irrationeel beslissen ofwel beslissen onder onzekerheid. Dit in tegenstelling tot de traditionele financiële theorie, waarbij men wel uitgaat van de *homo economicus*.

Voordat we komen tot de inhoud van die benadering is het functioneel om eerst de begrippen rationaliteit versus irrationaliteit te beschrijven. Van essentieel belang hierbij is hoe er met informatie wordt omgegaan. Het verwerken van informatie kan op diverse wijzen worden gedaan, zodat er een beslissing kan worden genomen. Bij het rationeel beslissen wordt er bewust op logische wijze geredeneerd. Wanneer men irrationeel beslist wordt er afgegaan op emoties, en andere menselijke gedragsvormen (Bondt en Thaler, 1995).

2.4 Traditionele financieringstheorie

De traditionele financiële theorie (economische theorie) die gebaseerd is op het normatieve model, gaat ervan uit dat een individu zich volkomen rationeel gedraagt (Sar, 2002). Ofwel gaat het hierom een idealisering van perfecte (financiële) markten en volmaakte beslissers (Tempelaar, & Overmeer, 2000). Enkele veranderingen in deze theorie hebben geleid tot de volgende definitie: *‘De huidige basis van de financieringstheorie en beleggingstheorie is een wereld met imperfecte markten en (nog steeds) volmaakte beslissers.’* Imperfecte markten worden gekenmerkt door informatie-imperfecties (Boot en Verheyen, 1998).

Uitgaande van deze theorie kan nog steeds worden gesteld dat bij het samenstellen van een beleggingsportefeuille de belegger zijn portefeuille op de juiste manier samenstelt, met daarbij een optimaal afgewogen rendement/risicoprofiel. Dat betekent dat hij zijn beslissingen baseert op alle beschikbare informatie van een asset waarin hij belegt of gaat beleggen en over verwachte waardeontwikkeling van die asset in de toekomst. Als uitgangspunt worden diverse modellen c.q. denkwijzen gebruikt die bekend zijn vanuit de traditionele financiële theorie, zoals de portefeuilleleer van Markowitz, het Capital Asset Pricing Model (CAPM) van Sharp, Linter en Black. Deze theorieën hebben meerdere assumpties die aan elk model ten grondslag liggen. Namelijk de belegger: is altijd rationeel, heeft volledige controle over zijn gevoel en is altijd volledig egoïstisch (Van Gool, et al. 2007). Enkele rationele factoren zijn; rente, marktveranderingen, inflatie, totaal rendement, huurwaarde ontwikkeling, leegstandsrisico et cetera. Toch blijkt dit in de praktijk veelal anders te verlopen. Er wordt niet alleen vertrouwd op de theorie en hun verstand, maar er spelen ook andere assumpties een rol, zoals gevoel en het hart (Van Gool et al. 2007).

2.5 Behavioral finance

De *Behavioral Finance* houdt zich bezig met gedragsmatige inzichten van het handelen van individuen. De letterlijke betekenis wordt omschreven als:

“Het geheel van denkbeelden, modellen en toepassingen waarin gedragstheoretische inzichten worden gebruikt ter verklaring van verschijnselen op het gebied van financiering, belegging en vermogensmarkt” (Tempelaar, & Overmeer, 2000).

De benadering gaat uit van de irrationaliteit van individuen, sommige spreken ook wel van beperkte rationaliteit (uitgaande van het beginsel begrensde rationaliteit ‘bounded rationality’ door Simon, 1957). De wereld bestaat uit imperfecte markten en onvolmaakte beslissers (Tempelaar, 2006). Hierbij ligt het onderscheid met de financiële theorie in het toelaten van niet- volmaakte rationele beslissers. De ontwikkeling is met name op gang gekomen vanwege het feit dat er twijfels waren over de geldigheid van de Expected Utility Theory (EUT) van Von Neumann en Morgenstern (1947). Deze theorie gaat uit van individuen die rationeel

handelen ofwel ‘*zij rangschikken alle mogelijke alternatieven, kennen aan elk alternatief een verwacht nut toe en kiezen vervolgens het alternatief met het hoogste verwachte nut*’ (Dinther, 1993). Vanwege het feit dat er in de werkelijkheid geen sprake is van een *homo economicus* zijn tal van theoretici (Statman en Caldwell, 1987)(Kahneman en Tversky, 1979)(Thaler, 1980) op zoek gegaan naar een theorie die wel een verklaring kan geven voor de verschijnselen die volgens de standaard financieringstheorie irrationeel zijn, deze heeft zich ontwikkeld tot de behavioral finance (Dinther, 1993). Deze theorie verklaart hoe en waarom individuen bepaalde informatie opslaan en verwerken (Prospect Theorie en Mental Accounting) (Dinther, 1993). Daarbij wordt rekenschap gehouden met bepaalde beslissingen die spijt tot gevolg hebben hetgeen personen trachten te vermijden (Aversion to Regret) (Shefrin, 2000)(Dinther, 1993).

Begrensde rationaliteit vormt de basis van behavioral finance. Individuen zijn enerzijds begrensd door hun eigen intellect, maar ze worden ook door externe invloeden beperkt in hun gedrag. Aan de hand van artikel “*Behavioral Finance en begrensde rationaliteit; toegepast op het beleggingsmanagement*” dat geschreven is door Tempelaar en Overmeer (2000) worden deze invloeden door hen als volgt toegelicht. De eerste opvatting gaat er van uit dat individuen beperkte kennis hebben ten aanzien van eigen voorkeuren en een beperkt vermogen hebben om informatie te verwerken. Dit is zowel in kwantitatieve als in kwalitatieve zin. Bij de tweede opvatting worden individuen beperkt door invloeden van buitenaf. Informatie is beperkt beschikbaar c.q. bereikbaar, daarnaast is het intransparant en onvolledig. De vraag komt op hoe de individuele beslissers met deze beperkingen omgaan. Vier fundamentele gedragmechanismen die de basis vormen van behavioral finance: *editing*, *decomposition*, *gebruik van heuristics* en *framing* (March, 1994) verklaren hoe beslissers met de beperkingen omgaan.

editing

Beslissers zijn geneigd om probleemsituaties in hun beleving te vereenvoudigen, voordat ze keuzevraagstukken in overweging nemen (Tempelaar, & Overmeer, 2000).

decomposition

Voordat gezocht wordt naar alternatieven c.q. oplossingen, heeft men de drang om omvangrijke en complexe problemen (vraagstukken) verstandelijk op te delen in evidente deelproblemen, ook wel deelvragen (Tempelaar & Overmeer, 2000).

heuristics

Het gebruik van psychologische heuristieken impliceert dat beslissers in de situaties waar ze mee te maken krijgen, zoeken naar bekende of veronderstelde patronen (Tempelaar & Overmeer, 2000). In deze situaties wordt gebruik gemaakt van bepaalde gedragsregels zoals,

gewoonte en ervaring. *Representativiteit*, is één van de heuristieken die binnen dit onderzoek van belang is. Dit impliceert dat beslissers zich bij het vormen van hun oordeel laten leiden door opvallende en herkenbare aspecten van verschijnselen of ontwikkelingen, wat leidt tot stereotypering. De oordeelsvorming wordt wel vereenvoudigd in het geval van onvolledige kennis en ondoorzichtige informatie. Er wordt geredeneerd vanuit denkbeeldige causaliteiten, die onder andere zijn te herleiden uit bepaalde gebeurtenissen uit het verleden. Deze worden dan gebruikt voor de toekomst, ofwel ‘illusion of validity’. Dit wil zeggen dat er een ongerechtvaardigd vertrouwen in oordeelvorming is ontstaan, waardoor dit uiteindelijk leidt tot ‘overconfidence’ (zelfoverschatting). Veelal wordt dit gekenmerkt als zijnde ‘gambler’s fallacy’. Desalniettemin zorgen heuristieken voor meer duidelijkheid binnen deze complexe, ondoorzichtige en onzekere wereld.

framing

Framing (het werken met een referentiekader) duidt op de mentale vormgeving van het probleem of de situatie, waardoor de begrensde rationele beslisser iets aanneemt (Tempelaar & Overmeer, 2000). Beslissers zijn geneigd om te framen, dit betekent dat ze bepaalde probleemsituaties op een beperkte wijze en dus niet op een veelomvattende wijze definiëren (Tempelaar, & Overmeer, 2000). Bij de beperkte aanpak vindt zowel een verzameling van mogelijkheden (alternatieven) als ook van de relevante doelstellingen plaats. Op deze wijze wordt er naar een gepaste oplossing gewerkt. Beslissers hebben veelal de neiging hun mentale frames te volgen, zeker als dit voorheen geresulteerd heeft in een adequate oplossing. Desalniettemin worden deze frames ook beïnvloed door anderen, met name degenen met wie men geneigd is zichzelf te vergelijken, zoals collega’s. Framing komt voor in het verschijnsel ‘mental accounting’ en ‘Prospect theory’, waarbij het eerste verschijnsel inhoudt dat beslissers in hun belevenis aspecten onderscheiden van de kenmerken of uitkomsten van een bepaalde activiteit, die in psychologische zin bewust afzonderlijk worden aangenomen. Het tweede verschijnsel is het model van besluitvorming onder onzekerheid (Kahneman en Tversky). Deze wordt in twee fases onderscheiden, te weten ‘framing & editing’ en ‘evaluation’. De eerste fase biedt uitkomsten van beslissingsalternatieven als winsten en verliezen afgezet tegen een bepaald referentiepunt, dat als streefniveau geldt in de besluitvorming bij begrensde rationaliteit. De tweede fase betreft het bepalen van een voorkeursordering. Overwegend zijn de ongelijke houdingen (attitudes) van de beslisser ten opzichte van verliezen en winsten die deze voorkeursordering bepalen. Dit verschijnsel komt tot uiting als ‘loss aversion’, een verlies van een bepaalde omvang brengt een grotere mate van ongenoegen ‘regret’ teweeg, dit in tegenstelling tot de mate van genoegen van winst met dezelfde omvang. Er is ook sprake van ongelijke risicohouding, hierbij vertoont de beslisser bij winst een risicoafkeer, terwijl er bij verlies een risicozoekend gedrag wordt vertoond (Tempelaar & Overmeer, 2000).

2.5.1 Gedragskenmerken beleggers

Volgens Fisher en Statman (1997) zal de samenstelling van een beleggingsportefeuille moeten aansluiten bij de belevingswereld en intuïtieve voorkeuren van beleggers (Tempelaar & Overmeer, 2000). Om uiteindelijk tot een optimale portefeuillesamenstelling te komen moeten eerst enkele stappen worden doorlopen. Dit is een duidelijke vorm van *editing*. Tempelaar en Overmeer (2000) omschrijven deze stappen als volgt. De eerste stap bestaat uit het formuleren van randvoorwaarden waaraan de portefeuille moet voldoen. Vervolgens moet er bij de tweede stap een uiteindelijke beslissing worden gevormd, maar voor het zover is moet de omgeving c.q. situatie van de beslisser worden aangepast aan de omstandigheden zoals de beslisser die beleeft c.q. ervaart. Tot slot is de belegger geneigd tot *decompositie* (*uiteenzetting*) van het beleggingsvraagstuk, dat in samenhang is met het opstellen van randvoorwaarden. Een belangrijke rol hierbij is *framing* in de vorm van *mental accounting* in combinatie met de neiging tot 'labeling' (dit is stereotypering volgens de heuristiek *representativiteit*). Als voorbeeld kan worden genoemd het strategische *asset allocatie*, hierbij worden beleggingsobjecten bij voorbaat al ingedeeld in afzonderlijke categorieën, zoals aandelen, obligaties en onroerend goed. Vervolgens kunnen deze ook nog aan bepaalde randvoorwaarden worden gesteld, zoals allocatie over regio's en bedrijven. Opgemerkt kan worden dat er vanuit de portefeuilletheorie van Markowitz geen enkele reden is voor dergelijke categorisering. Hierbij wordt juist uitgegaan van individuele beleggingen die op basis van de verwachte waarde, de variantie en de covarianties van hun rendementen beslissend genoeg zijn getypeerd. Het vooraf indelen van een beleggingsportefeuille is gebaseerd op een mentale framing. Hierbij worden de eigenschappen van de verscheidende beleggingen meegenomen en wordt er gestreefd naar vereenvoudiging aan de hand van decompositie (*uiteenzetting*) (Tempelaar & Overmeer, 2000).

Het uiteindelijke doel is het streven naar een beleggingsadvies, waarbij de adviseur de klant (principaal, zie hierna agenttheorie) moet ondersteunen om tot een bredere, meeromvattende framing te komen en daarbij zoveel mogelijk vertekenende effecten van heuristieken te vermijden. Hieronder in tabel 2.5.1 worden verscheidende irrationele gedragstypen omschreven. Deze gedragstypen worden toegelicht aan de hand van heuristiek, framing en anomalieën (onregelmatigheden). Hierbij ligt het accent op het gedrag van particuliere vastgoedbeleggers.

| Gedragstypen | Omschrijving |
|----------------------------|--|
| <i>Representativeness</i> | <i>Bepaalde waarschijnlijkheden die op basis van een gebeurtenis overeenkomsten vertoont met een bekende situatie. Vastgoedbeleggers verwachten dat het investeren in een kwalitatief goed object in een goede stad een goede investering evenaart.</i> |
| <i>Overconfidence</i> | <i>Individueen schatten hun eigen financiële vooruitzichten en kennis vaak te hoog in. Maar ook denken zij beter dan gemiddeld te zijn, wellicht komt deze gedachte voort uit het feit dat zij menen te beschikken over informatie die andere vastgoedbeleggers niet hebben.</i> |
| <i>Illusion of control</i> | <i>De illusie is dat men de situatie beheerst als er veel informatie en ervaring voorhanden is.</i> |
| <i>Mental accounting</i> | <i>Men heeft een voorkeur om transacties te doen, waarbij er wordt verondersteld dat dit de juiste keuze is. Zodra dit wordt gedaan, zal het geld nauwelijks gebruikt worden voor andere doeleinden. Als voorbeeld, het aankopen van objecten in de maanden november/december, hierbij wordt snel gehandeld, met het doel om geen belasting te hoeven betalen ofwel men is bereid meer te betalen dan de daadwerkelijke marktwaarde.</i> |
| <i>Anchoring</i> | <i>Er bestaat een neiging om een beoordeling te baseren op (te ankeren aan) in eerste instantie gepresenteerde waarden. Beslissingen om objecten te houden of te verkopen zijn vaak gebaseerd op de winstgevendheid, zijnde het verschil tussen de aankoopprijs en de huidige (markt) prijs. De aankoopprijs is het anker.</i> |
| <i>Familiarity</i> | <i>Beleggers geven een voorkeur aan aspecten waarmee zij vertrouwd zijn. Zij hebben het gevoel dat zij minder risico in werking stellen en meer winst kunnen maken. Vastgoedbeleggers zullen gewoonlijk in hetzelfde vastgoedtype en het gebied blijven investeren waar zij vertrouwd mee zijn.</i> |
| <i>Self-control</i> | <i>De gevoelde spijt is het grootst wanneer verliezen worden gerealiseerd. Mensen trachten het moment van beëindiging dan ook uit te stellen om de pijn voor zich uit te kunnen schuiven. Het uistellen van de beslissing is eigenlijk een zelfbeheersingprobleem.</i> |
| <i>Loss aversion</i> | <i>De neiging om ontevredener te zijn over een verlies van een bepaalde omvang, dan tevreden te zijn over de winst met een bepaalde omvang. Wanneer er winst wordt gemaakt.</i> |
| <i>Risk aversion</i> | <i>Verondersteld wordt dat wanneer men verlies heeft geleden, men bij een gelijkwaardige situatie niet zo snel bereidwillig is om hetzelfde risico te nemen. Als een vastgoedbelegger voor de eerste keer een aankoop doet van een object in een bepaald segment en hij maakt hierbij verlies, dan investeert hij niet meer zo snel in dat zelfde segment.</i> |
| <i>Herd behavior</i> | <i>Men heeft de neiging om de acties van anderen (blindelings) te imiteren. Als blijkt dat de markt van een bepaald segment goed is en ook zo zal blijven, dan willen beleggers hierin investeren ook al weten zij dat de markt al reeds op zijn bovenkant is.</i> |
| <i>Regret</i> | <i>Spijt kan betrekking hebben over iets wat we gedaan hebben of over iets wat we nagelaten hebben te doen. Verkeerde beslissingen omtrent het aankopen van een object, het was beter geweest een ander moment te kiezen voor aankoop.</i> |
| <i>Sunk Cost effect</i> | <i>Als men eenmaal een investering heeft gedaan in een bepaald segment dan is men geneigd dit door te zetten. Een belegger die veel tijd, geld en energie in een bepaald project heeft gestoken, is geneigd meer te vragen voor zijn object dan hij voorheen van plan was te vragen.</i> |

Tabel 2.5.1.: Gedragstypen vastgoedbelegger.

(bron: bewerking van Shefrin, 2000, Wieringa, 1994 en Petit, 2007)

Aan de hand van het empirisch onderzoek – hoofdstuk 4 – zal getracht worden aanvullende informatie in te winnen, zodat er een overzichtelijk en evident beeld ontstaat over de wijze waarop de vastgoedbelegger zich manifesteert.

2.6 Agency theory

Een van de opvattingen uit de behavioral finance is dat personen beperkte kennis hebben ten aanzien van hun eigen voorkeuren en een beperkt vermogen hebben om informatie te verwerken, zowel in kwantitatieve als in kwalitatieve zin. Met hulp van buitenaf kan deze beperking gereduceerd worden. Het proces kan geoptimaliseerd worden met behulp van de principaal- agenttheorie.

Agency theory wordt in het Nederlands principaal- agenttheorie genoemd. In deze theorie staat het economische gedrag van actoren centraal. Zoals in paragraaf 2.4 is beschreven wordt doorgaans verondersteld dat marktpartijen over dezelfde informatie beschikken. Toch blijkt dit in de praktijk anders te zijn, er is sprake van informatie- asymmetrie, opdrachtgevers (principalen) kunnen de waarde van de inspanning van hun tegenpartij (agent) lastig beoordelen.

Het uitgangspunt binnen deze theorie is het expliciet maken van belangentegenstellingen tussen individuen in agentrelaties. Deze relatie wordt als volgt gedefinieerd: *‘Een relatie tussen twee partijen, waarbij de ene partij - de agent genoemd - een activiteit onderneemt ten behoeve van de andere partij ofwel de principaal (opdrachtgever)’* (Spierings, 1988). Uit deze definitie kan worden opgemerkt, dat wanneer de agent in opdracht van de principaal een activiteit onderneemt hij daar als tegenprestatie een beloning voor verwacht. Andersom verwacht de tegenpartij (de principaal) de uitkomsten van de activiteit. Impliciet wordt hier uitgegaan van een beloning die berust op inspanning en motivatie, of op het behalen van een verwacht resultaat van de activiteit. Contractueel kan worden vastgelegd of het om een inspannings- of resultaatverbintenis gaat. Hieraan moet worden toegevoegd dat beide partijen worden gedreven door eigenbelang, ze willen beiden hun nut maximaliseren. De besluitvorming is gestoeld op het maken en het vastleggen van juiste beslissingen en dat er altijd een mate van onzekerheid is, beslissingen die uiteindelijk voor beide partijen tot een goed resultaat leiden.

2.7 *Particuliere onroerend goedmarkt*

De vastgoedbeleggersmarkt is inefficiënt aldus de behavioral finance. Voordat er wordt ingegaan op het theoretische beleggingsproces, zal eerst de particuliere onroerend goedmarkt nader verklaard worden. Voor de tweede helft van de twintigste eeuw waren in Nederland particuliere beleggers de enige die onroerend goed als interessante belegging zagen. Veel van deze vermogende particulieren belegden een deel van hun vermogen in woonhuizen en behaalden daarmee een redelijk rendement (Rijn, 1983). Kort daarna werd het steeds lucratiever, de particuliere belegger ging ook in andere deelmarkten (kantoorpanden, bedrijfsruimte en winkels) investeren. Bovendien was zijn lokale markt verzadigd en wilde hij zijn activiteiten expanderen buiten zijn markt. Maar iedere onroerend goedmarkt in zowel binnen- als buitenland, dan wel onderling is uniek in zijn soort. De markten verschillen dusdanig dat er geen eenduidig patroon aanwezig is. In Nederland geldt dat de markt in de Randstad een geheel ander beeld geeft dan daarbuiten, zoals in de provincie Groningen of Zeeland. In het buitenland is het ook zo, dat een verschil in plaats een verschil in markt kan betekenen. Zelfs binnen de Randstad is gedetailleerde kennis noodzakelijk om de verschillende steden te vergelijken, om tot een adequate beleggingsbeslissing te komen (Rijn, 1983). De uiteindelijke verworven vastgoedobjecten moeten ook worden beheerd, dit wordt uitbesteed dan wel in eigen beheer genomen. De objecten moeten tijdig veranderd worden om aan de verlangens van de gebruikers dan wel toekomstige potentiële huurders te voldoen. Uiteraard dient het gebouw in een dusdanige staat te worden gehouden dat geen afbreuk wordt gedaan aan het gebouw, zodat toekomstige rendementen behouden blijven c.q. stijgen.

Uitgaande van wat hierboven is omschreven kan worden opgemerkt dat eigenaren van beleggingsobjecten altijd zullen streven naar een zo hoog mogelijk rendement. Het risico dat iedere eigenaar hierbij loopt kan verschillen. Hieronder worden vier soorten eigenaren omschreven, te weten:

1. Eigenaren van beleggingsobjecten die op korte termijn het hoogste rendement willen behalen (hierbij accepteert men een groot risico);
2. Eigenaren van beleggingsobjecten die op korte termijn een rendement boven een bepaald minimum willen behalen (hierbij accepteert men een laag risico);
3. Eigenaren van beleggingsobjecten die op langere termijn het hoogste rendement willen behalen (hierbij accepteert men een groot risico);
4. Eigenaren van beleggingsobjecten die op langere termijn een rendement boven een bepaald minimum willen behalen (hierbij accepteert men een laag risico).

(bron: Pars, 1987)

Sinds een aantal jaren hanteren vastgoedbeleggers bij hun portefeuillebeleid niet meer alleen de traditionele verdeling naar beleggingsvormen, geomix, sectoren en de fase in de vastgoedcyclus. Beleggers managen steeds meer hun vastgoedportefeuille op basis van risico-rendementsprofielen, dit om meerwaarde te creëren ten aanzien van de algemene beleggingsdoelstellingen. Het betreft hier drie soorten karakteristieken, te weten:

- Core-beleggingen, beleggingen met een laag risicoprofiel;
- Value added-beleggingen, beleggingen met een gemiddeld risicoprofiel;
- Opportunit-beleggingen, beleggingen met een hoog risicoprofiel.

(Hendriks et al. 2004)

Aan de hand van deze karakteristieken kunnen moeilijk te kwantificeren risico's van directe vastgoedbeleggingen een allocatie krijgen binnen een rendement/risicoprofiel. Ondanks het gegeven dat vastgoed een stabiele belegging is, moet men desalniettemin rekening houden met de tijd, want vastgoedbelegging is dynamisch van karakter. Externe en interne omstandigheden kunnen het risicoprofiel van een directe vastgoedbelegging door de tijd heen wijzigen (Bol, 2005)(Hendriks et al. 2004).

Om er voor te zorgen dat de objecten binnen de portefeuille inderdaad een rendement boven een bepaald minimum opleveren, zal de vastgoedbelegger frequent moeten nagaan of het rendement van de objecten voldoende is – en zal blijven – of dat er daadwerkelijk iets moet worden ondernomen (Pars, 1987). Hierbij kan gedacht worden aan het wijzigen van de objecten, of over te gaan op verkoop dan wel sloop, om een bepaald rendement te behouden. Om tot dergelijke besluiten te komen, moet er informatie worden vergaard die nodig is voor het maken van de afweging of er objecten moeten worden afgestoten of gecontinueerd (herbestemming). Die informatie bestaat uit een forecasting van de performance (total rate of return c.q. totale rendement) van de verschillende beleggingsobjecten over een bandbreedte van 2 tot 4 jaar en de marktwaarde die de objecten moeten hebben (Pars, 1987). Hierbij streeft de vastgoedbelegger naar een totaal rendement dat gebaseerd is op een bepaald minimum (bepaald door de markt)(Rijn, 1983).

2.8 *Theoretisch beleggingsproces*

Uit paragraaf 2.5 kan opgemerkt worden dat beleggers in de werkelijkheid zowel rationele als irrationele beslissingen nemen. Rationele factoren zijn objectieve kenmerken en irrationele factoren worden gebaseerd op subjectieve kenmerken. Om tot een succesvolle beleggingsstrategie te komen dient er dus rekening te worden gehouden met verschillende factoren, die leiden tot een juiste risico/rendementverhouding.

De particuliere vastgoedbelegger heeft één bepaald doel en dat is het streven naar waardevermeerdering van zijn vermogen. Het beleggen begint met de formulering van een doelstelling of van een set doelstellingen. Aan de hand hiervan worden criteria opgesteld – dit vereist grote zorgvuldigheid –, waaraan de uitkomsten van beleggingsobjecten moeten voldoen. Uit alle mogelijke combinaties van beleggingsobjecten moet een keuze worden gemaakt. Dit proces kan worden gekarakteriseerd als een beslissingsproces, met andere woorden de belegger is een besluitvormer (Dam & Moerland, 1974). Volgens Van Gool et al. (1993) is beleggen, beslissen onder onzekerheid ofwel ‘beleggen is het opgeven van een zeker bedrag nu in ruil voor onzekere opbrengst in de toekomst’. Dit sluit naadloos aan op het raamwerk waarbinnen het gedrag van individuen onder onzekerheid omschreven wordt, ofwel behavioral finance.

Volgens Van Gool et al. (2007) kunnen onzekerheden door middel van drie instrumenten worden beheerst, te weten:

- Onderbouwde ramingen over toekomstige opbrengsten en daaraan verbonden onzekerheden;
- Spreiding van beleggingen en risico's;
- Timing van aan- en verkoop.

(bron: Van Gool et al. 2007)

Hier moet wel aan toegevoegd worden dat verantwoorde beslissingen niet per definitie de juiste hoeven te zijn, alleen de toekomst kan dit uitwijzen (Van Gool et al. 2007).

Het eerste instrument is tevens de eerste essentiële stap in de beleggingsbeslissing. Het inzichtelijk maken van toekomstige opbrengsten, toekomstige waardeontwikkeling en de daaraan verbonden onzekerheden. Het gebruik maken van historische datareeksen over mogelijke opbrengsten en onzekerheden, met de daarbij gelopen risico's kan hierbij een belangrijk hulpmiddel zijn.

Het tweede instrument, ofwel de tweede stap die gemaakt moet worden, is spreiding. Spreiding is van wezenlijk belang bij het vormen van de beleggingsportefeuille, het is een cruciaal instrument om zoveel mogelijk risico te reduceren. Risico kan hierbij worden onderscheiden in een kwaliteits- of objectrisico en een prijsvormings- of marktrisico. Het reduceren van zoveel mogelijk risico kan worden bereikt door adequaat te spreiden over verschillende soorten beleggingscategorieën. Bijvoorbeeld door eerst te spreiden over land(en), regio, lokale markt en deelmarkten (segmenten). Men dient wel de nodige expertise te hebben, informatievergaring en het beheren van een portefeuille vergen namelijk buitengewoon veel inspanning.

Tot slot het laatste instrument timing van aan- en verkoop. Dit moment van aan- en verkopen bepaalt tenslotte het totale rendement c.q. performance (directe en indirect rendement samen

ofwel de 'totale rate of return'). Om uiteindelijk tot een deugdelijke performance-meting te komen, dient het direct rendement te worden bepaald aan de hand van de netto huuropbrengsten. Het indirecte rendement kan jaarlijks worden bepaald op basis van rapporten van externe deskundigen. Om een ideaal aspiratieniveau te behalen bij de samenstelling van een beleggingsportefeuille is het zeer essentieel om te weten wanneer een belegging onder of juist boven het gemiddelde zal renderen en op welk moment het belangrijk is om de portefeuille te gaan uitbreiden of te verkleinen.

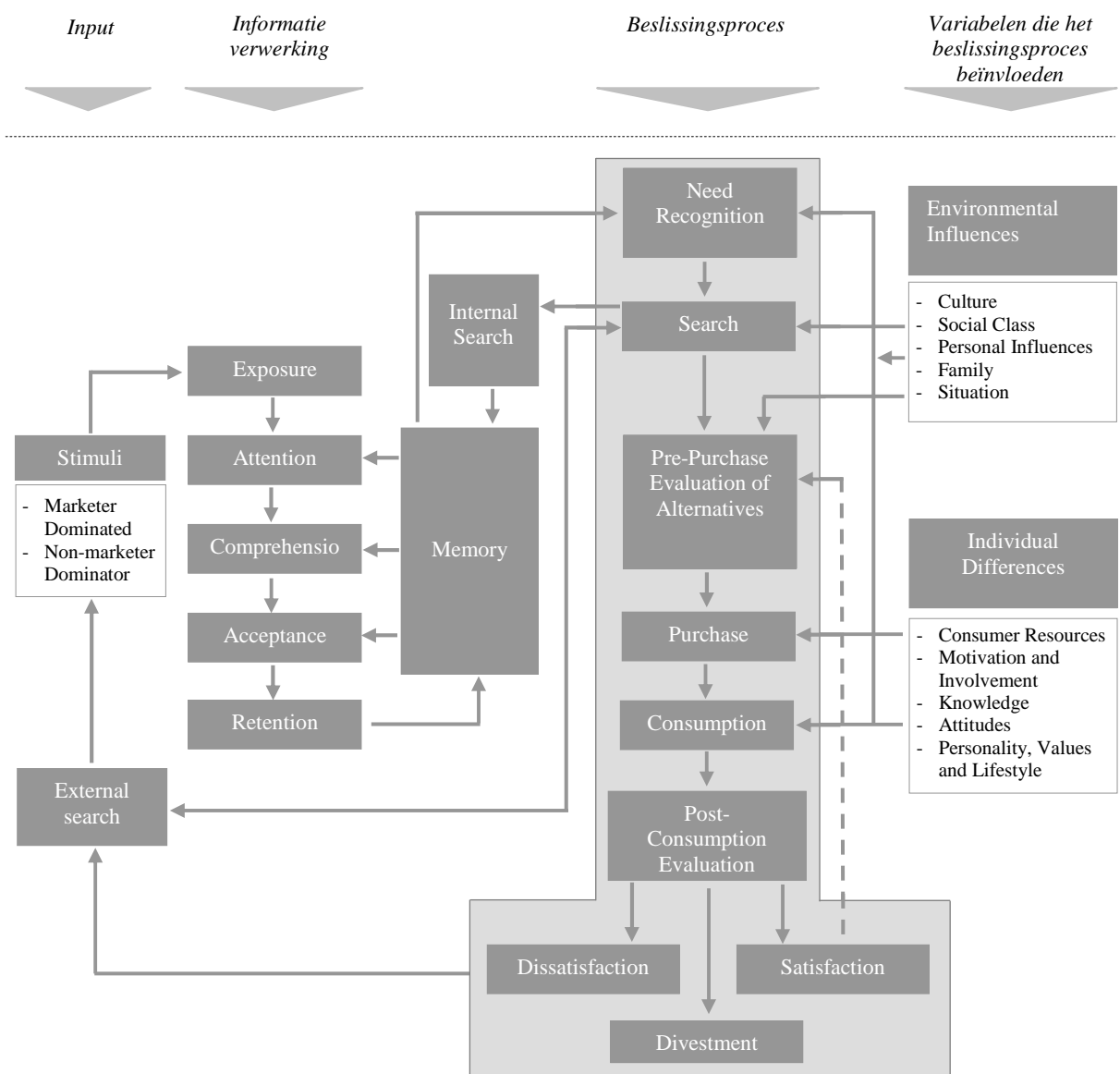
2.9 Keuze theoretisch beslissingsmodel

Vanuit verschillende wetenschappelijke disciplines zijn verscheidene beslissingsmodellen bedacht. Deze modellen zijn gebaseerd op organisatieniveau en individueel niveau. Deze studie tracht inzichtelijk te maken hoe bepaalde keuzes door particuliere vastgoedbeleggers gemaakt worden en wie zij daarbij betrekken. Hierbij is geopteerd voor een model dat optimaal aansluit op aan- en verkoopbeslissingen van particuliere vastgoedbeleggers. Voor het opteren van een dergelijk model, zijn er drie modellen bestudeerd, het algemene beslissingsmodel van Ajzen en Fishbein (1980), het meta-model van Jager (2000) en het consumentengedragmodel van Blackwell, Miniard, Engel (2001).

Het eerste model heeft als uitgangspunt dat mensen rationeel handelen en bij keuzes systematisch gebruik maken van beschikbare informatie. Tevens wordt aangenomen dat mensen nadenken over de implicaties van bepaald gedrag. Het tweede model, het meta-model van Jager, hierin zijn verscheidene theorieën omtrent gedragwetenschappen geïntegreerd. Dit model is ontwikkeld om macro- en microfactoren inzichtelijk te maken. Het doel van het model is om te verklaren welke strategie men onder welke omstandigheden aanneemt en waarom. Het derde model, het consumentengedragmodel van Blackwell et al. (2001) is een het model dat een optimale aansluiting biedt bij het inzichtelijk maken van het beslissingsproces van particuliere vastgoedbeleggers. Ondanks de vele overeenkomsten met de andere drie modellen geniet dit model toch de voorkeur. Mijns inziens is dit een overzichtelijk omvangrijk model, dat alle aspecten behandelt. Met name op het gebied van rationeel en irrationeel handelen geniet dit model de voorkeur. Het geeft duidelijke faseringen wat betreft input, informatie verwerking, beslissingsproces en variabelen die invloed uitoefenen. De reeds besproken (behavioral) gedragstypen, zie figuur 2.5.1. zijn van invloed op deze faseringen. Met behulp van dit model kan inzichtelijk worden gemaakt op welke wijze particuliere vastgoedbeleggers tot een bepaalde beslissing komen. Hierbij moet inzichtelijk worden gemaakt welke elementaire informatie vastgoedbeleggers gebruiken en welke facetten invloed hebben op het beslissingsproces. Nadat dit in beeld is gebracht kan een dergelijke adviseur een rol innemen bij het strategisch beslissingsproces ten dienste van particuliere vastgoedbeleggers.

2.10 Het Beslissingsproces

In figuur 2.10.1 wordt in het consumentengedragmodel dat in de vorige paragraaf is beschreven uiteengezet. Dit model wordt gebruikt om het beslissingsproces weer te geven in dit onderzoek.



Figuur 2.10.1: *The Consumer Decision Proces Model*

(Bron: Blackwell, Miniard, Engel, 2001, Leeflang, 2005, p. 83 en eigen bewerking)

Zoals weergeven in figuur 2.10.1 wordt het beslissingsproces uiteengezet in een aantal fasen, namelijk:

1. Behoefteherkenning en –overleg;
2. Zoeken naar informatie;
3. Evaluaties van keuzealternatieven;
4. Keuze van aankoop proces;
5. Consumptie (ofwel het object in gebruik nemen);
6. Evaluatie van uitkomst: keuze/aankoop en tevredenheid.

Met behulp van dit beslissingsprocesmodel kunnen complexe procedures worden beschreven. Het beslissingsproces is geen lineair, maar een iteratief proces ofwel het is mogelijk dat men bij iedere beslissingsfase kan terugkeren naar een eerdere fase. Dit bevordert de uiteindelijke uitkomst. De eerste fase begint met het waarnemen van een discrepantie tussen de huidige (werkelijke) toestand van een individu en de gewenste toestand, ofwel behoefteherkenning. Deze ontstaat pas wanneer men zich bewust wordt van die behoefte. Men moet in deze fase een keuze maken, of een wijziging aanbrengen in de huidige toestand. Daarbij kan in geval van samenwerking overleg worden gepleegd binnen de organisatie. In de tweede fase moet er informatie worden ingewonnen, dit kan zowel intern (deskresearch) en/of extern (vakbladen). Allereerst zal kennis intern – binnen de organisatie - worden verzameld. Mocht dit onvoldoende opleveren dan kan worden besloten om aanvullende informatie extern – buiten de organisatie - in de omgeving (externe invloed: adviseur) te gaan zoeken. Dit laatste kan ook dienen voor het verkrijgen van mogelijke keuzealternatieven. De derde fase is het evalueren van de verkregen keuzealternatieven. Hierbij zullen de alternatieven worden gewogen en zal bekeken worden of zij daadwerkelijk adequaat genoeg zijn om de behoefte die men ervaart te voorzien. Verschillende beweegredenen worden aangevoerd om uiteindelijk een optimale keuze te maken.

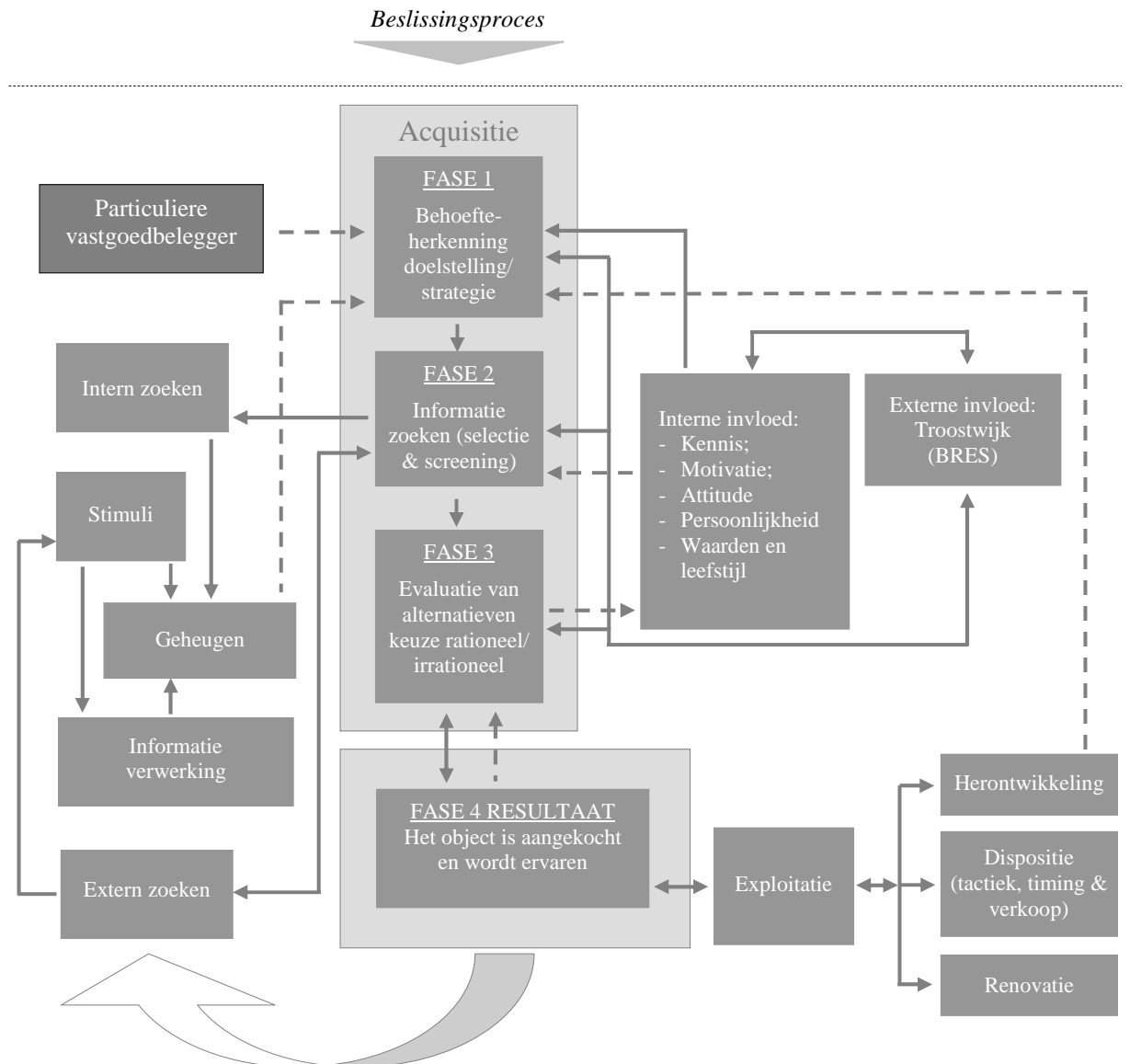
Tijdens het doorlopen van de eerste drie fasen van het beslissingsproces, zoals hierboven is omschreven, worden zij beïnvloed door kenmerken (variabelen). Deze kenmerken worden in het figuur 2.10.1 omschreven als omgevingsinvloeden en individuele verschillen. Bij de eerste gaat het om externe invloeden, deze hebben betrekking op de omgeving van de particuliere vastgoedbelegger, zoals cultuur, familie en sociale klasse. Vervolgens zijn er ook nog interne invloeden. Deze worden gevormd door persoonlijkheid, motivatie, kennis, attitude, waarden en leefstijl. De interne invloeden hebben een dusdanige invloed op de eerste drie fasen van het beslissingsproces, zij bepalen op welke wijze informatie wordt verzameld en of men hierbij derden benadert. De rol van de adviseur kan alleen invloed hebben op de eerste drie fasen: Behoefteherkenning, zoeken naar informatie en evalueren van keuzealternatieven. De vastgoedbelegger maakt de keuze zelf en koopt uiteindelijk een object of meerdere objecten (een gehele portefeuille) en ervaart daarna de gevolgen van de keuze.

Daarom worden de overige vier fasen buiten beschouwing gelaten. De verschillende producten die de adviseur als dienst kan aanbieden worden in hoofdstuk 5 uiteengezet en toegelicht.

2.11 Afbakening

Het onderstaande figuur 2.11.1 is gebaseerd op figuur 2.10.1 en omvat het conceptmodel van het strategisch beslissingsproces. Op basis van het theoretisch kader en de resultaten uit het empirisch onderzoek, wordt dit conceptmodel in hoofdstuk 5 verder ontwikkeld tot een uniform model dat alle facetten behandelt. De eerste drie fasen vormen het beslissingsproces en zijn tevens de beslissingsmomenten die bepalend zijn bij het nemen van strategische beslissingen door particuliere vastgoedbeleggers, alvorens zij tot aankopen van vastgoed overgaan.

Figuur 2.11.1: Conceptmodel “Het strategisch beslissingsproces” gebaseerd op figuur 2.10.1, p 25 & Van Gool et al., 2007



De navolgende hoofdstukken zullen aan de hand van enquêtes en interviews worden uitgewerkt. Er zal aandacht worden besteed aan elementaire informatie voor beslismomenten en interpretatie van informatie. Tot slot wordt de rol van de adviseur ten aanzien van het service- adviesproduct nader toegelicht.

2.12 Conclusie

Resumerend kan gesteld worden dat de traditionele financieringstheorie uitgaat van een aantal veronderstellingen, zoals perfecte informatie en rationeel handelende individuen. Dit blijkt echter niet geheel juist te zijn. Vanuit de theoretische zienswijze van behavioral finance is de particuliere vastgoedmarkt imperfect en gedragen individuen zich irrationeel. Dit gedrag wordt beïnvloed door heuristieken en anomalieën. Deze bepalen in veel gevallen het uiteindelijke besluit. De vraag rijst hoe we vanuit de zienswijze van behavioral finance een product kunnen ontwikkelen met die informatie, waarmee de irrationele vastgoedbelegger betere beslissingen gaat nemen. Afkomstig van het consumentengedragmodel is een concept model gevormd dat kan dienen als een uniform model dat speciaal is toegesneden op het strategisch beslissingsproces van particuliere vastgoedbeleggers en tevens als leidraad dient voor een dergelijk service- adviesproduct. De eerste drie fasen in het model vormen het beslissingsproces en zijn tevens de beslissingsmomenten die bepalend zijn bij het nemen van strategische beslissingen, alvorens particuliere vastgoedbeleggers tot aankopen van vastgoed overgaan. Juist deze beslissingsmomenten zijn onderhevig aan heuristieken en anomalieën. Zoals beschreven in de theorie over behavioral finance.

3 Empirisch onderzoek



3.1 Inleiding

In het voorgaande hoofdstuk is aan de hand van een theoretisch kader uiteengezet welke theorieën meer duidelijkheid geven over het strategisch beslissingsproces. Vanuit de theoretische zienswijze is gedeeltelijk antwoord gekregen op de centrale vraagstelling: “Hoe verloopt het strategisch beslissingsproces van particuliere vastgoedbeleggers en welke rol kan een adviseur hierin hebben?”

In theorie kan het beslissingsproces echter anders verlopen, dan in de praktijk het geval zal zijn. Om de praktische benadering inzichtelijk te maken, is op empirische wijze informatie verkregen.

Dit hoofdstuk zal het methodologisch kader c.q. de verantwoording aan de orde stellen. Dit vormt de basis van het empirisch onderzoek. Allereerst zal worden ingegaan op de selectiecriteria van de doelgroep, vervolgens wordt een toelichting gegeven over de wijze waarop de gegevens zijn verzameld en verwerkt. Verder zal ingegaan worden op de interpretatie en perceptie van de gegevens die geanalyseerd zullen worden. Tot slot wordt de respons behandeld.

De uiteindelijke resultaten van beide onderzoeken, zowel het kwalitatief als het kwantitatief onderzoek, worden in de volgende hoofdstukken behandeld.

3.2 Selectiecriteria doelgroep

Zoals reeds is omschreven in hoofdstuk 1, vormt deze omschrijving de basis voor de onderzoekspopulatie. De lijst van particuliere vastgoedbeleggers, die relevant is voor dit onderzoek, is samengesteld uit de beschikbare gegevens van Troostwijk Taxaties B.V. en diverse vakbladen als PropertyNL en Vastgoedmarkt.

Aan de hand van de volgende kenmerken zijn de partijen geselecteerd, en daarmee voldoen ze aan de gestelde doelgroepcriteria:

- De doelgroep heeft een portefeuille omvang tot maximaal € 150 miljoen;
- De belegging dient in direct vastgoed te zijn dat in Nederland is gelegen. Al dan niet verspreid tussen de segmenten kantoren, winkels, woningen en bedrijfsruimte;
- Het is een besloten vennootschap (BV), maatschap of een commanditaire vennootschap (CV).

3.3 Gegevens verzamelen en verwerken

De procedure voor het verzamelen en verwerken van de gegevens is als volgt uiteengezet. Het empirisch onderzoek bestaat uit een kwalitatief gedeelte en een kwantitatief gedeelte. De eerste methode heeft onder meer het voordeel dat persoonlijke benadering leidt tot interactie en de tweede methode maakt de benodigde informatie relatief snel inzichtelijk.

3.3.1 De schriftelijke enquête

Om op een deugdelijke en adequate wijze informatie te verzamelen, is gekozen voor een schriftelijke enquête. Deze wordt zowel gebruikt bij het inzamelen van de benodigde gegevens van het kwantitatief gedeelte als voor het kwalitatief gedeelte. De enquête bestaat in totaal uit 23 vragen. Er zijn 22 meerkeuzevragen en er is 1 open vraag. De laatste vraag geeft de mogelijkheid om aanvullende informatie te verstrekken. Bij enkele vragen is de kans geboden om het antwoord verder te onderbouwen door gebruik te maken van de open ruimte bij die vragen. In bijlage I vindt u de schriftelijke enquête die voor het onderzoek is gebruikt.

Om de anonimiteit en de vertrouwelijkheid van de particuliere vastgoedbeleggers te waarborgen zullen de persoonlijke gegevens (o.a. naam en adressering) niet bekend worden gemaakt voor dit onderzoek dan wel daarbuiten.

3.3.2 Opbouw enquête

De enquête is als volgt opgebouwd. Zie tevens bijlage I enquête en begeleidende brief. De vragen 1 t/m 13 betreffen vragen met betrekking tot het beslissingsproces. Vervolgens hebben de vragen 14 t/m 20 betrekking op de vastgoedportefeuille. En tot slot gaan de vragen 21 t/m 23 over de toekomstverwachtingen.

3.3.3 Kwalitatief onderzoek

Het kwalitatieve gedeelte wordt vorm gegeven door het afleggen van interviews (face-to-face). Deze methode heeft onder andere het voordeel dat diepgaande informatie achterhaald kan worden door in te gaan op achterliggende motivaties, meningen, emoties (beleving en gevoelens), gedrag (gewoonte en ervaring), wensen en behoeften van de doelgroep. Een van de nadelen hiervan is, dat er sprake kan zijn van interviewer bias (beïnvloeding van ondervraagden door interviewer).

Er zijn in totaal acht particuliere vastgoedbeleggers persoonlijk benaderd, waarvan twee niet binnen de gestelde doelgroepcriteria vielen (te grote portefeuille omvang). Desalniettemin zijn er wel interessante overeenkomsten die voor het onderzoek evidente meerwaarde creëert. Uiteraard was de lengte van het interview afhankelijk van de vraagstelling en de daarbij behorende antwoorden. De gesprekken varieerden qua tijdsbestek van drie kwartier tot meer dan een uur.

3.3.4 Kwantitatief onderzoek

Het kwantitatief component, deze bestaat uit een schriftelijke enquête. Het doel van de enquête is enerzijds het in kaart brengen en toetsen van gedragspatronen van particuliere vastgoedbeleggers. Anderzijds wordt getoetst in welke mate bepaalde verschijnselen voorkomen. Het voordeel van deze onderzoeksmethode is dat een groot aantal respondenten kunnen worden ondervraagd, waardoor cijfermatig inzicht wordt verkregen en de mogelijkheid bestaat om procentuele verhoudingen weer te geven. Weliswaar heeft deze methode ook nadelen, zoals de ergernis die de doelgroep ervaart bij het gebruik van deze methode. Veelal zien zij het invullen van de enquête als verloren tijd. Bovendien is de methodiek niet geschikt voor het achterhalen van spontane reacties.

3.3.4.1 Steekproef

Voor de kwantitatieve component kon niet de gehele populatie worden benaderd, omdat het niet geheel duidelijk is hoe groot de totale populatie is. Hierdoor is het onmogelijk om uitspraken te doen die van betekenis zijn voor de gehele markt van particuliere vastgoedbeleggers. Bovendien gaat het in dit onderzoek niet om de totale markt van particuliere vastgoedbeleggers, maar om een specifieke doelgroep. Zelfs hiervoor geldt dat dergelijke uitspraken niet gedaan kunnen worden. De representativiteit van de steekproef wordt verder besproken in paragraaf 3.4.2. De totale steekproefgrootte in dit onderzoek bestond uit 343 respondenten inclusief de vragenlijsten van de geïnterviewden.

3.3.4.2 *Wijze van analyseren*

Om de verzamelde gegevens te verwerken en tevens te analyseren is geopteerd voor twee rekenprogramma's, waaronder het statistisch pakket SPSS 15.0 en Excel 2003. Het eerste programma is onder andere gebruikt om te onderzoeken of de testbare hypothesen die geformuleerd zijn in paragraaf 3.4.1 houdbaar zijn. Geopteerd is voor twee statistische toetsen, de *Chi-kwadraattoets* (χ^2 -toets) en *Kendall's tau-b correlatiecoëfficiënt* (Buijs, 2003)(Stumpel, 2002). Voor een uitgebreide omschrijving zie bijlage III. De overige gegevens zijn vanuit SPSS geconverteerd naar Excel.

3.4 *Interpretatie en perceptie*

Aan de hand van de theorie en de daarbij behorende vragen is er een aantal hypothesen opgesteld. Deze zijn ondersteunend om antwoord te geven op de vraag in hoeverre er onderlinge samenhang bestaat tussen gedragingen en verschijnselen die particuliere vastgoedbeleggers vertonen.

3.4.1 *Testbare hypothesen*

Hieronder staan drie hypothesen beschreven met de bijbehorende nulhypothesen. De hypothesen zijn opgesteld aan de hand van het theoretisch kader. Daarin zijn verschillende gedragstypen omschreven. Deze gedragstypen vloeien voort uit de empirie. Maar het is niet bekend in hoeverre bepaalde gedragingen typerend zijn voor het strategisch beslissingsproces. Vandaar de intentie om met behulp van drie hypothesen diepgaande aspecten inzichtelijk te maken. Deze drie hypothesen zijn gebaseerd op twee gedragstypen te weten: herd behavior en familiarity.

Hypothese 1 : Herd behavior (Bijlage III, pagina 84)

H1: *Particuliere vastgoedbeleggers met een portefeuille omvang groter dan € 25 miljoen hanteren een langere beleggingshorizon dan de particuliere vastgoedbeleggers met een portefeuille omvang minder dan € 25 miljoen.*

H0: *Er is geen verschil tussen de twee groepen wat betreft de gehanteerde beleggingshorizon*

Hypothese 2 : Familiarity (Bijlage IV, pagina 85)

H1: *Vastgoedbeleggers met een portefeuille omvang van € 25 miljoen tot € 150 miljoen zullen nationaal georiënteerd zijn. En vastgoedbeleggers met een portefeuille omvang minder dan € 25 miljoen zullen regionaal georiënteerd zijn.*

H0: *Er is geen verschil tussen de twee groepen wat betreft oriëntatie.*

Hypothese 3 : Herd behavior (Bijlage V, pagina 86)

H1: *Particuliere vastgoedbeleggers met een portefeuille omvang groter dan € 25 miljoen laten vaker hun objecten taxeren door een onafhankelijke derde dan particuliere vastgoedbeleggers met een kleinere portefeuille omvang.*

H0: *Er is geen verschil tussen de twee groepen wat betreft taxatiefrequentie.*

Om antwoord te geven op de zes deelvragen die voorafgaand aan dit onderzoek zijn geformuleerd moet achterhaald worden wat de gedachte is van particuliere vastgoedbeleggers omtrent het nemen van beslissingen. Vragen als waarom, hoe en wanneer hij/zij bepaalde beslissingen nemen, zullen tijdens dit empirisch onderzoek achterhaald worden. Antwoorden die hieruit voortvloeien zullen worden gebruikt bij het beantwoorden van de volgende vragen:

- Welke stappen nemen particuliere vastgoedbeleggers bij hun keuze?
- Wordt deze keuze zelf gemaakt of laat men zich adviseren/leiden door derden?
- In hoeverre laat men zich verleiden door fundamentele gedragsmechanismen zoals, *heuristieken* en *anomalieën*?
- Welke objectieve informatie wordt verzameld?
- In hoeverre wordt deze informatie daadwerkelijk toegepast?

Deze vragen zijn afgeleid uit de zes deelvragen die ten grondslag liggen aan het onderzoek.

3.4.2 Representativiteit van de steekproef

Het onderzoek is beperkt tot de grootste groep particuliere vastgoedbeleggers, omdat 87 procent van de particuliere vastgoedbeleggers in direct vastgoed in deze portefeuille omvang participeert, zie paragraaf 3.2 (Troostwijk Makelaars O.G., 2006). Aangezien deze meting in 2006 heeft plaats gevonden is de groep van 87 procent niet aanzienlijk gewijzigd. Recent onderzoek heeft namelijk aangetoond dat de groep in 2007 meer dan 80 procent was (Troostwijk Makelaars O.G., 2007).

Bovendien zoals gezegd is het niet bekend hoe groot de doelgroep daadwerkelijk is. Daarom moet voor dit onderzoek worden aangenomen, dat alle uitspraken die gedaan worden niet gelden voor de totale populatie (ofwel doelgroep). Het is alleen representatief voor dit onderzoek.

3.5 Respons

Van de 343 particuliere vastgoedbeleggers die in de maanden maart, april en mei (anno 2008) zijn benaderd hebben er 47 gereageerd, 5 reacties waren echter onbruikbaar (niet volledig ingevuld). Dit komt overeen met een totale netto respons van 12,24 %. In de onderstaande tabellen 3.5.1 en 3.5.2 zijn de aantallen en de daarbij behorende responspercentages weergegeven. De regio's uit tabel 3.5.2. zijn weergegeven in figuur 3.5.1. Verder zal het één en ander uitgebreid worden toegelicht in hoofdstuk 4.

Tabel 3.5.1: Respons kwantitatief onderzoek (n=42)

| Steekproef | Verstuurde enquêtes | Ontvangen enquêtes | Ongeldige enquêtes | Geldige Enquêtes (n) | Geldige respons (%) |
|-------------------------------|---------------------|--------------------|--------------------|----------------------|---------------------|
| Particuliere vastgoedbelegger | 343 | 47 | 5 | 42 | 12,24% |

Tabel 3.5.2: Verdeling per Regio

| | Verdeling per Regio | | | |
|--|---------------------|-------------|----------|-------------|
| | noord | midden | zuid | Nederland |
| Aantal respondenten | 45 | 229 | 69 | 343 |
| Geldige enquêtes ¹ | 9 (20%) | 27 (11,79%) | 6 (8,7%) | 42 (12,24%) |
| Geldige respons (%) (Nederland) ² | 21,43 % | 64,29 % | 14,28 % | 100 % |

Toelichting non-respons:

De particuliere vastgoedbeleggers die niet deelnamen: Waren niet bereikbaar (geen adressering, onjuist telefoonnummer, vakantie) of weigerden vanwege een gebrek aan interesse en/of tijdgebrek.

Figuur 3.5.1. Kaart van Nederland



¹ Geldige enquêtes (%) = (geldige enquêtes per regio/aantal respondenten per regio)*100

² Geldige respons (%) = (geldige enquêtes per regio/geldige enquêtes totaal)*100

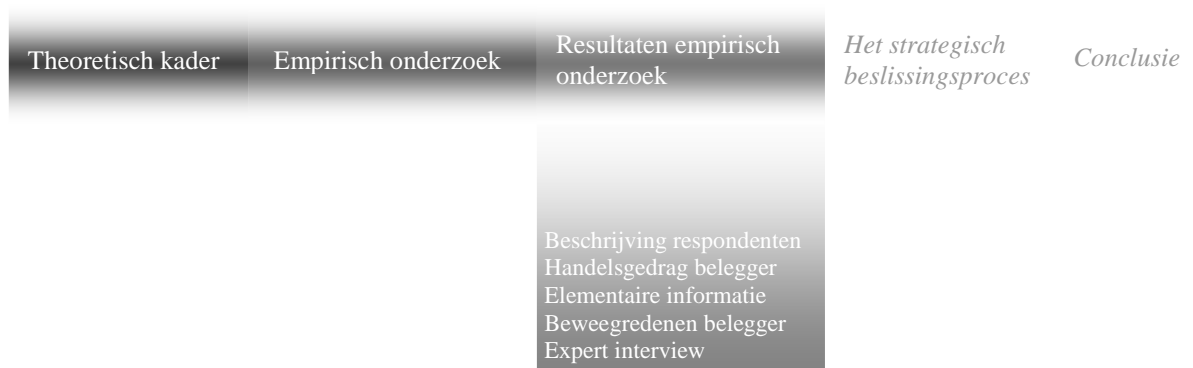
3.6 Evaluatie empirisch onderzoek

Wat opvalt is dat het responspercentage niet hoog is. Om de respons te verhogen is zoveel mogelijk getracht vastgoedbeleggers telefonisch te bereiken om ze de vraag te stellen of ze wilden meewerken, of om daadwerkelijk hun medewerking te verkrijgen. Ondanks deze wijze van benadering is het responspercentage niet drastisch verhoogd. Desalniettemin zijn de geretourneerde enquêtes veelal goed ingevuld en zijn zij voldoende geschikt om te kunnen worden verwerkt. De vragenlijsten die tijdens het afleggen van de interviews zijn ingevuld worden ook gebruikt.

3.7 Afsluiting

In het bovenstaande is stapsgewijs het empirisch onderzoek toegelicht. Het uiteindelijke doel hiervan is om de praktische benadering inzichtelijk te krijgen op welke wijze de particuliere vastgoedbelegger handelt. In het volgende hoofdstuk worden de hypothesen getoetst die antwoord kunnen geven of er daadwerkelijk correlatie is tussen de verschillende vragen. Bovendien kunnen de resultaten weergeven hoe het handelsgedrag van particuliere vastgoedbeleggers en de bijbehorende attitudes zijn. De resultaten van het empirisch onderzoek worden in hoofdstuk vier behandeld.

4 Resultaten empirisch onderzoek



4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk zullen de belangrijkste bevindingen van het empirisch onderzoek worden gepresenteerd. Het is de bedoeling om het handelgedrag van particuliere vastgoedbeleggers en hun attitudes inzichtelijk te maken. Getracht wordt bevindingen te ontdekken waarbij de respondent niet alleen uitgaat van rationele beweegredenen, maar daarentegen ook handelt naar irrationele gedragingen. In hoofdstuk 2 paragraaf 2.10 is het beslissingsproces behandeld. Hierin is het consumentengedragmodel toegelicht. De bedoeling is – uitgaande van dat beslissingsmodel – een model te creëren, waarbij duidelijk uiteen wordt gezet welke stappen de vastgoedbelegger neemt. Hiermee wordt duidelijk welke informatie belangrijk is om een dergelijke keuze te maken. Vervolgens resulteert dat in de volgende stap in het proces.

Het uiteindelijke doel is om voldoende informatie te verkrijgen, zodat deels antwoord kan worden gegeven op de deelvragen die voorafgaand aan dit onderzoek zijn opgesteld. Zie hiervoor hoofdstuk één. Bijlage I op pagina 75 dient er toe om eventuele onduidelijkheden met betrekking tot de vraagstelling te verhelderen. Deze bijlage bevat de vragenlijst die gehanteerd is bij het vergaren van de data.

Allereerst zal een beschrijving worden gegeven van de respondenten. In hoofdstuk 3 paragraaf 3.5 is de respons behandeld, hieronder volgt een uitgebreide toelichting over de respondenten. Met een reeks tabellen en grafieken wordt op schematische wijze een indruk gegeven van het handelsgedrag van particuliere vastgoedbeleggers. Deze schematische weergave wordt aangevuld met een duidelijke beschrijving.

Ook worden de hypothesen behandeld, met de daarbij behorende tabellen en figuren. Aan de hand van twee statistische toetsen de *Chi-kwadraattoets* (χ^2 -toets) en *Kendall's tau-b correlatiecoefficient* worden de hypothesen geanalyseerd. Voor een uitgebreide omschrijving wordt verwezen naar hoofdstuk 3 paragraaf 3.3.4.2 én 3.4.1 en bijlage II.

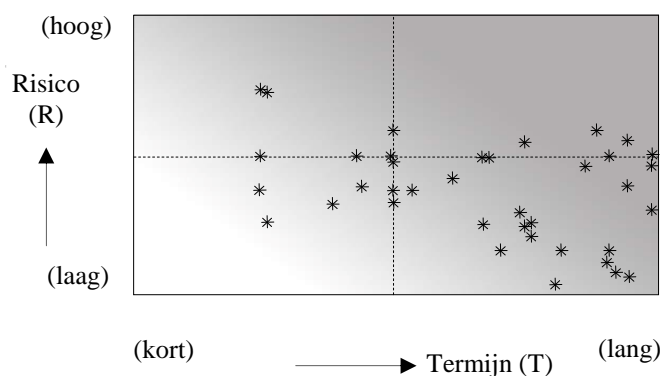
4.2 Beschrijving respondenten

De belangrijke gegevens over de steekproef van de particuliere vastgoedbeleggers zijn weergegeven in onderstaande tabel 5.2.1. Zoals reeds is vermeld in hoofdstuk 3 paragraaf 3.5 is de respons niet hoog. In totaal zijn er 47 vragenlijsten ontvangen (inclusief de 8 vragenlijsten uit de afgenomen interviews), hiervan waren er 5 niet volledig ingevuld. De overige 42 geldige enquêtes zijn verwerkt in SPSS, dit resulteerde volgens de genomen doelgroepcriteria in een responspercentage van 10,5%. Voor een uitgebreide omschrijving van de doelgroepcriteria wordt verwezen naar hoofdstuk 1 paragraaf 1.4.

Tabel 4.2.1 : *Steekproef particuliere vastgoedbeleggers*

| Steekproef | |
|-------------------------------|------------|
| Particuliere vastgoedbelegger | Frequentie |
| Verstuurde enquêtes | 343 |
| Ontvangen enquêtes | 47 |
| Ongeldige enquêtes | 5 |
| Geldige enquêtes (n) | 42 |
| Geldige respons (%) | 12,24 % |
| Volgens doelgroepcriteria | 36 |
| Respons doelgroepcriteria | 10,5 % |

Figuur 4.2.1 : *Beleggerprofiel*
Portefeuille omvang tot maximaal € 150 miljoen



4.2.1 Beleggerprofiel

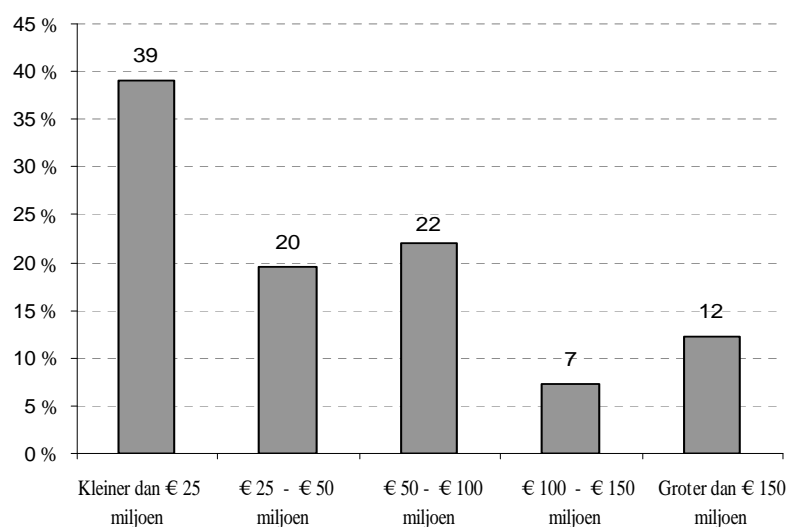
Het bovenstaande figuur 4.2.1 heeft betrekking op de 36 respondenten die voldoen aan de gestelde doelgroepcriteria. Het figuur laat zien dat de meeste respondenten een beleggerprofiel hanteren waarbij ze voornamelijk op lange termijn beleggen met een zo laag mogelijk risico. Dit is opmerkelijk, want hieruit blijkt dat het profiel van de particuliere vastgoedbeleggers niet eens zoveel afwijkt van dat van grote vastgoedpartijen¹. Wellicht hebben beide beleggers in vastgoed gemiddeld gezien eenzelfde visie ten aanzien van het te behalen rendement en het te lopen risico.

4.2.2 Portefeuille omvang

Om de respondenten in groepen te kunnen onderscheiden, werd de respondent verzocht om enkele persoonlijke gegevens te verstrekken, waaronder de portefeuille omvang. Zie figuur 4.2.2 op de volgende pagina. De groepen worden gecombineerd, vanwege de verdeling en het aantal respondenten. Op deze manier wordt getracht om de verbanden en verschillen aan te tonen met behulp van de gestelde hypothesen.

¹ Grote vastgoedpartijen die een portefeuille omvang hebben van meer dan € 500 miljoen (institutionele beleggers, beursgenoteerde vastgoedfondsen, grote niet-genoteerde vastgoedfondsen).

Figuur 4.2.2: Verdeling vastgoedportefeuille in percentage (n=42)



Op basis van de uitkomsten van figuur 4.2.2 zijn de groepen als volgt samengesteld:

Groep 1: *Kleiner dan € 25 miljoen (39%);*

Groep 2: *€ 25 miljoen t/m € 150 miljoen (49%).*

Zoals hierboven in figuur 4.2.2 is aangegeven, is de groep respondenten (n=42) met een portefeuille omvang kleiner dan € 25 miljoen aanmerkelijk groter dan de overige groepen. De groepen 1 en 2 vertegenwoordigen samen een totaal van 36 respondenten ofwel 88%. Dit komt bij benadering overeen met een onderzoek dat vorig jaar is verschenen. Daarin worden soortgelijke groepen qua portefeuille omvang vertegenwoordigd met circa 85% (Troostwijk Makelaars O.G., 2007). Onduidelijk is hoeveel respondenten deze groep vertegenwoordigen.

4.2.3 Beleggingshorizon

In tabel 4.2.2 is de looptijd ofwel de beleggingshorizon weergegeven die de respondenten hanteren bij het beleggen in direct vastgoed.

Tabel 4.2.2 *Beleggingshorizon.*

| Beleggingshorizon | Van € 0 tot max. € 150 miljoen (n=36) | | | € 0 - € 25 miljoen | € 25 - € 150 miljoen |
|--------------------|---------------------------------------|------------|-----------------------|----------------------|----------------------|
| | Frequentie | Percentage | Cumulatief Percentage | Percentage (groep 1) | Percentage (groep 2) |
| 0 - 2 jaar | 1 | 2,8 | 2,8 | 6,3 | - |
| 4 - 6 jaar | 9 | 25,0 | 27,8 | 25 | 25 |
| 6 - 8 jaar | 5 | 13,9 | 41,7 | - | 25 |
| 8 - 10 jaar | 10 | 27,8 | 69,4 | 31,3 | 25 |
| Langer dan 10 jaar | 11 | 30,6 | 100 | 37,6 | 25 |
| Totaal | 36 | 100 | | 100 | 100 |
| Totaal respons | 36 | 10,5 | | 4,66 | 5,83 |

Minder dan 30% is van plan vastgoed binnen 6 jaar weer af te stoten. Daarentegen is bijna driekwart van de respondenten, namelijk 72%, van plan vastgoed voor 6 jaar dan wel langer aan te houden. Wat opvalt, is dat beide groepen (1 en 2) niet veel verschillen. De verwachting was namelijk dat naarmate particuliere vastgoedbeleggers een grotere portefeuille omvang krijgen, zij een langere beleggingshorizon hanteren. De bijbehorende hypothese luidt als volgt:

Hypothese 1: Particuliere vastgoedbeleggers met een portefeuille omvang groter dan € 25 miljoen hanteren een langere beleggingshorizon dan de particuliere vastgoedbeleggers met een portefeuille omvang van minder dan € 25 miljoen.

Tabel 4.2.3: *Verband tussen portefeuille omvang en beleggingshorizon (bijlage III p. 84)*

| | | Value | Asymp. Std. Error(a) | Approx.T(b) | Approx.Si. |
|--------------------|-----------------|-------|-------------------------|-------------|------------|
| Ordinal by Ordinal | Kendall's tau-b | -,089 | ,157 | -,566 | ,571 |
| N of Valid Cases | | 36 | | | |

a. Not assuming the null hypothesis.

b. Using the asymptotic standard error assuming the null hypothesis.

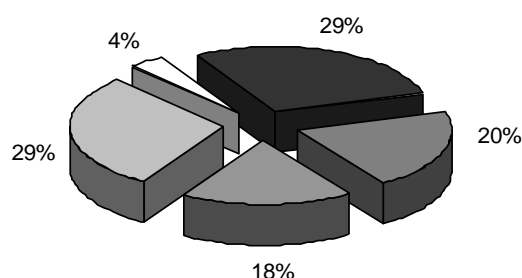
Op basis van de resultaten blijkt dat er geen statistisch significant verschil is tussen de twee groepen voor wat betreft de gehanteerde beleggingshorizon. De omvang van de portefeuille blijkt geen invloed te hebben op de beleggingshorizon van particuliere vastgoedbeleggers.

4.2.4 *Samenstelling vastgoedportefeuille*

In de figuren 4.2.3. en 4.2.4, zie volgende pagina, is de samenstelling van de vastgoedportefeuilles inzichtelijk gemaakt. Gemiddeld wordt 4% belegd in overige markten zoals; hotels, zorgcentra's, fitness- én wellnesscentra en grond. Er wordt gemiddeld 20% in winkels belegd en 18% in woningen. De markten voor bedrijfsruimte en kantorenpanden gaan gelijk op, deze zijn met gemiddeld 29% de grootste beleggingscategorie. Dit laatste is een opmerkelijk verschil met de institutionele en grote vastgoedpartijen. De component bedrijfsruimte is aanzienlijk groter bij kleinere particulieren dan bij de overige marktpartijen².

² Jones Lang LaSalle, *Vastgoedbeleggingsbeleid 2007: vastgoedbeleggingsbeleid van de Nederlandse institutionele beleggers en vastgoedfondsen*. Samenstelling vastgoedportefeuille. Percentages gebaseerd op 2006, kantoor 27,1%, winkel 21,9%, woning 33,9%, bedrijfsruimte 5,6%.

Figuur 4.2.3: Gemiddelde percentage per beleggingscategorie (n=35)



■ Kantoorpanden

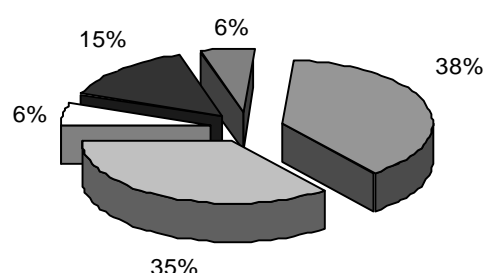
■ Winkels

■ Woningen

■ Bedrijfsruimten

■ Overige

Figuur 4.2.4: Hoeveelheid segmenten in een vastgoedportefeuille (n=35)



■ 1 segment

■ 2 segmenten

■ 3 segmenten

■ 4 segmenten

■ 5 segmenten

In figuur 4.2.4 is de hoeveelheid segmenten in een vastgoedportefeuille weergegeven. Hieruit blijkt dat de respondenten over het algemeen in meerdere segmenten beleggen. Gemiddeld 38% vertegenwoordigt 3 verschillende segmenten in hun vastgoedportefeuille, daarentegen belegt gemiddeld 35% in 4 verschillende segmenten. Samen vertegenwoordigen ze meer dan 70% gemiddeld. De overige percentages, waarvan 6% gemiddeld in 5 segmenten belegt, 6% gemiddeld in 2 segmenten en 15% gemiddeld in 1 segment belegt, zijn samen met circa 30% gemiddeld de kleinste groep.

4.2.5 Leegstand vastgoedportefeuille³

Tabel 4.2.4 laat zien dat de respondenten gemiddeld een opmerkelijk laag leegstandpercentage opgeven per segment.

Tabel 4.2.4: Leegstand

| Leegstand per type | Beleggingscategorie | | | | |
|--------------------|---------------------|-------------|--------------|--------------------|------------|
| | Kantoren (%) | Winkels (%) | Woningen (%) | Bedrijfsruimte (%) | Overig (%) |
| Respondenten | 6,3 | 1,2 | 4,4 | 1,9 | 4,1 |
| Nederland | 10,7 | 3 | 2,2 | 4,5 | onbekend |

Bijzonder is het gemiddelde leegstandpercentage van bedrijfsruimte, namelijk 1,9%. Gezien de omstandigheden en mate van verloedering en verpaupering in deze markt, wordt gevreesd dat omstreeks 2020 zo'n 50.000 hectare bedrijventerreinen verouderd zullen zijn (Rierdijk, Korteweg & Strijkenbosch, 2007). Het landelijke gemiddelde leegstandpercentage in de bedrijfsruimtemarkt lag eind vorig jaar rond 4,5% (Van Dinteren & Bos, 2007). Daarentegen is het percentage bij de kantorenmarkt beduidend hoger, namelijk 6,3% leegstand. Het

³ Verhouding leegstandcijfers van de enquêterde vastgoedbeleggers en de landelijke leegstandcijfers op basis van literatuur. In hoeverre volgen de beleggers de marktsituatie?

landelijk gemiddelde heeft een leegstandpercentage van 10,7% (DTZ Zadelhoff., 2008). Voor de winkelmarkt geldt dat de respondenten een gemiddeld leegstandpercentage hebben van 1,2%. Dit ligt bijna 2 procenten lager dan het landelijke gemiddelde van 3% (ultimo 2007) (Hastenberg, Heelsbergen & Paridaen, 2007). Het gemiddelde leegstandpercentage van woningen is volgens de respondenten 4,4%. Landelijk gezien is het leegstandpercentage van de woningmarkt 2,2% (koop- en huurwoningen)(VROM, 2008). Wat betreft de categorie overig hebben de respondenten een gemiddelde leegstandpercentage van 4,1%. Helaas is niet duidelijk welke segmenten zij hierbij beogen.

4.2.6 Oriëntatie regionaal en nationaal

Tabel 4.2.5 laat zien in hoeverre respondenten zich oriënteren op de vastgoedmarkt in Nederland.

Tabel 4.2.5: Oriëntatie regionaal en nationaal

| Oriëntatie | Van € 0 tot max. € 150 miljoen (n=36) | | | € 0 - € 25 miljoen | € 25 - € 150 miljoen |
|----------------|---------------------------------------|------------|-----------------------|----------------------|----------------------|
| | Frequentie | Percentage | Cumulatief Percentage | Percentage (groep 1) | Percentage (groep 2) |
| Regionaal | 19 | 52,8 | 52,8 | 66,7 | 25,1 |
| Nationaal | 17 | 47,2 | 100 | 33,3 | 74,9 |
| Totaal | 36 | 100 | | 100 | 100 |
| Totaal respons | 36 | 10,5 | | 4,66 | 5,83 |

Het eerste wat opvalt, is dat er weinig discrepantie is tussen de beide vormen van oriëntatie. 52,8% van de respondenten is regionaal georiënteerd. De reden hiervoor kan zijn, dat men een grote hoeveelheid lokale kennis heeft, omdat men er woonachtig is. Tevens hebben zij ook minder leegstand. Daarentegen zijn 47,2% van de respondenten nationaal georiënteerd. Verondersteld wordt dat deze groep respondenten, die vooral nationaal georiënteerd is, een grotere portefeuille omvang heeft. Aan de hand van de tweede hypothese wordt inzichtelijk gemaakt of deze veronderstelling daadwerkelijk juist is. De bijbehorende hypothese luidt als volgt:

Hypothese 2: Vastgoedbeleggers met een portefeuille omvang van €25 miljoen tot € 150 miljoen zullen nationaal georiënteerd zijn. En vastgoedbeleggers met een portefeuille omvang van minder dan € 25 miljoen zullen regionaalgeoriënteerd zijn.

Voor Chi-Square, tabel 4.2.6, zie volgende pagina, staat er significantieniveau van 0,018. Hier is de overschrijdingskans kleiner dan 0,05. Op basis van deze resultaten is er een statistisch significant verschil tussen de twee groepen wat betreft de oriëntatie. De

nulhypothese moet worden verworpen. Er is een zekere vorm van *familiarity* waarneembaar. (Zie hoofdstuk 3 paragraaf 3.4.1.)

Tabel 4.2.6: *Verband tussen portefeuille omvang en oriëntatie (bijlage IV p. 85)*

| | Value | df | Asymp. Sig. (2-sided) | Exact Sig. (2-sided) | Exact Sig. (1-sided) |
|---------------------|----------|----|-----------------------|----------------------|----------------------|
| Pearson Chi-Square | 5,573(b) | 1 | ,018 | | |
| Fisher's Exact Test | | | | ,033 | ,022 |
| N of Valid Cases | 36 | | | | |

a. Computed only for a 2x2 table

b. 0 cells (,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 5,67.

Dat er verschil is aangetoond mag duidelijk zijn, maar in hoeverre de respondenten een bepaalde richting opgaan kan hieruit niet worden opgemaakt. Wordt tabel 4.2.5 nogmaals goed bekeken, dan kan het volgende worden opgemerkt:

Uit de tabel is duidelijk af te lezen dat respondenten met een portefeuille omvang kleiner dan € 25 miljoen overwegend regionaal participeren (groep 1: 66,7%). En dat de groep groter dan € 25 miljoen zich voor een aanzienlijk deel nationaal oriënteert (groep 2: 74,9%). Daarnaast is bij benadering ook inzichtelijk gemaakt waar de respondenten zijn gevestigd. Zie tabel 3.5.2 en figuur 3.5.1 in hoofdstuk 3. Het merendeel van de respondenten (64,29%) is gevestigd in Midden-Nederland. De groep die zich expandeert buiten zijn regio doet dit grotendeels vanwege de spreiding en diversificatie, maar ook omdat er een groter aanbod is en er betere c.q. meer beleggingsmogelijkheden zijn. De respondenten die daarentegen vooral regionaal zijn georiënteerd doen dit vanwege hun goede kennis van de lokale markt, sterke regionale netwerken, controle en contact met huurders, maar ook omdat het dichtbij huis is, er betere kennis van het prijsniveau is en vanwege het mobiliteitsprobleem in Nederland.

4.2.7 *Toekomst oriëntatie buitenland*

Verondersteld wordt dat steeds meer Nederlandse vastgoedbeleggers expanderen naar het buitenland. Deze trend wordt onder andere bevestigd door een onlangs verschenen persbericht van de FGH bank 'Investeren in Verandering' (2008). Uit het persbericht wordt het volgende geciteerd: "Voor Particuliere beleggers is de stap naar het buitenland minder vanzelfsprekend. Zij hebben vaak sterke lokale netwerken en zien de fysieke afstand bij een acquisitie vaak als een belangrijk besliscriterium. Toch nemen zij die stap in de praktijk juist wel. Dat toont volgens FGH bank twee aspecten. Allereerst dat er bij particuliere beleggers een sterke ondernemerszin bestaat om kansrijke ontwikkelingen te zien en te benutten. De schaal waarop dit plaatsvindt geeft daarnaast aan, dat een groot deel van de Nederlandse particuliere beleggers zeer professioneel is" (FGHbank, 2008).

Tevens zijn er meer aspecten die vastgoedbeleggers doen vertrekken naar het buitenland. De groei van Europa en de almaar toenemende instituties (regelgeving) in Nederland zorgen ervoor dat beleggers zich expanderen naar het buitenland. De Nederlandse regelgeving beïnvloedt de vastgoedbeleggers in negatieve zin, daardoor gaan vastgoedbeleggers elders investeren. Hiervoor omschrijft Sala (2005) vier voorbeelden: 1) het rendement op Nederlandse beleggingen is lager dan in het buitenland; 2) de markt is te veel beschermd en uitgemolken; 3) de belastingpercentages zijn te hoog; 4) de loonkosten zijn hoger ten opzichte van het buitenland. Aangezien Nederland hogere salarissen kent in vergelijking tot andere landen, zijn in Nederland onder andere makelaarskosten en taxatiekosten hoger dan bijvoorbeeld in Amerika (Sala, 2005). Maar geldt dat ook voor deze groep respondenten?

Tabel 4.2.7: *Toekomst oriëntatie buitenland*

| Oriëntatie | Van € 0 tot max. € 150 miljoen (n=33) | | | € 0 - € 25 miljoen | € 25 - € 150 miljoen |
|------------------------------------|---------------------------------------|------------|-----------------------|----------------------|----------------------|
| | Frequentie | Percentage | Cumulatief Percentage | Percentage (groep 1) | Percentage (groep 2) |
| Ja, binnen de EU | 10 | 30,3 | 30,3 | 17,4 | 60,1 |
| Ja, buiten de EU | 1 | 3,0 | 33,3 | 4,4 | - |
| Nee | 20 | 60,6 | 94,9 | 69,5 | 39,9 |
| Nee, afstoten buitenlands vastgoed | - | - | 94,9 | - | - |
| Anders, nl.. | 2 | 6,1 | 100 | 8,7 | - |
| Totaal respons | 33 | 100 | | 100 | 100 |

Met het oog op de toekomst laat tabel 4.2.7 zien dat de respondenten met 60,6% niet zal investeren in het buitenland. Ondanks deze hoge respons is er toch nog een aantal respondenten, namelijk 33,3%, (groep 1: 21,8% en groep 2: 60,1%) van plan om in de toekomst wel te investeren in het buitenland. Overigens is deze laatste groep grotendeels van plan te gaan investeren binnen de Europese Unie. Wellicht door de uniformiteit van Europa. Vooral Centraal en Oost-Europa (Polen, Turkije, Tsjechië en Hongarije) zijn onder andere de 'emerging markets'. Gerenommeerde projectontwikkelaars investeren in deze markt, hierdoor worden interessante kansen gecreëerd voor vastgoedbeleggers.

4.3 Elementaire informatie

In hoeverre wordt informatie verzameld en daadwerkelijk gebruikt bij het nemen van beslissingen omtrent de aan- en verkoop van vastgoed. Hechten de respondenten veel waarde aan dergelijke vastgoedproducten zoals, risico-analyse, kostencalculaties en locatieonderzoek. In welke mate worden deze vastgoedproducten daadwerkelijk toegepast als zij als diensten zijn verkregen. Alvorens er vastgoed kan worden verworven, zijn de criteria en beweegredenen die de respondenten voor het aankopen stellen van belang. Tijdens het

exploiteren van vastgoed doen zich ontwikkelingen voor die wellicht doen besluiten om het vastgoed te verkopen dan wel aan te houden. De vraag komt op welke beweegredenen de respondenten op dat moment hanteren.

4.3.1 Waardering producten

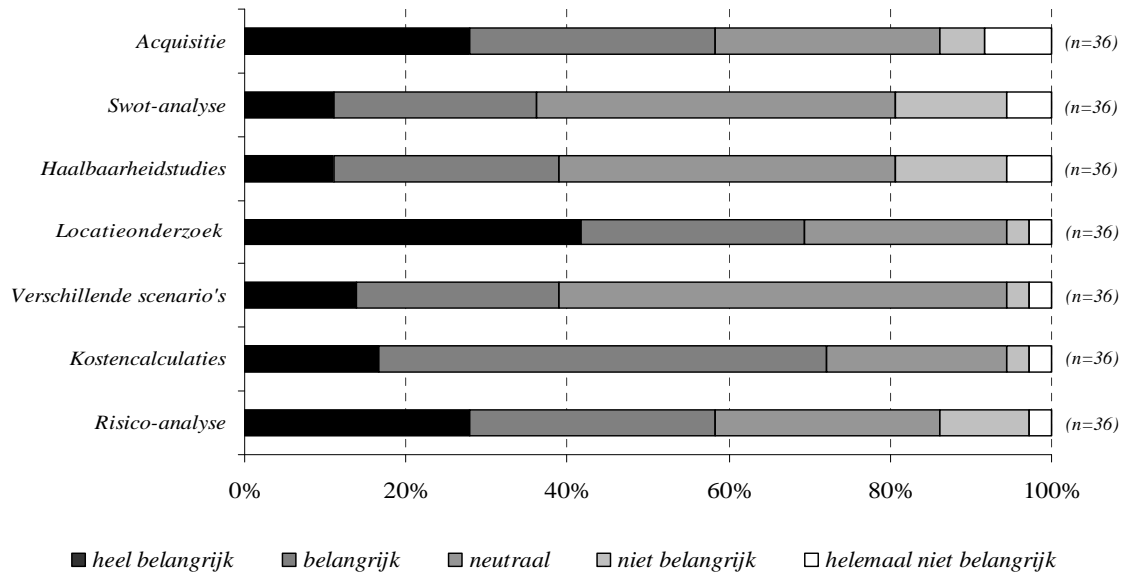
Aan de hand van de figuren 4.3.1 en 4.3.2, zie volgende pagina, is op schematische wijze inzichtelijk gemaakt welke voorkeuren de respondenten hebben ten aanzien van bepaalde vastgoedproducten. Om hier antwoord op te krijgen zijn de respondenten allereerst gevraagd in hoeverre zij waarde hechten aan bepaalde vastgoedproducten. Met behulp van een antwoordschaal die van 1 tot 5 loopt (de zogenaamde likert-schaal: 1 staat voor *heel belangrijk* en 5 voor *helemaal niet belangrijk*) konden de respondenten aangeven in hoeverre zij een product relevant vonden. Vervolgens is de vraag gesteld of de respondenten de verkregen informatie uit de verworven diensten daadwerkelijk toepassen bij het nemen van beslissingen, omtrent het aan- en verkopen van vastgoed.

Over het algemeen beschikken grote particuliere vastgoedpartijen over een breed scala aan informatie. Door het feit dat zij zeer vermogend zijn, kunnen zij de kennis en kunde in huis halen. Hierdoor zijn zij niet afhankelijk van derden. In veel gevallen hebben deze instituties een grote verscheidenheid aan expertise, zodat er zo min mogelijk kosten worden gemaakt. Kosten die voor een bescheiden particuliere vastgoedbelegger normaliter wel moet maken. Uiteraard zijn er ook particuliere vastgoedbeleggers die wel over voldoende kennis en kunde beschikken, zodat zij niet afhankelijk zijn van derden (adviseurs). Maar of dat voor de respondenten ook geldt?

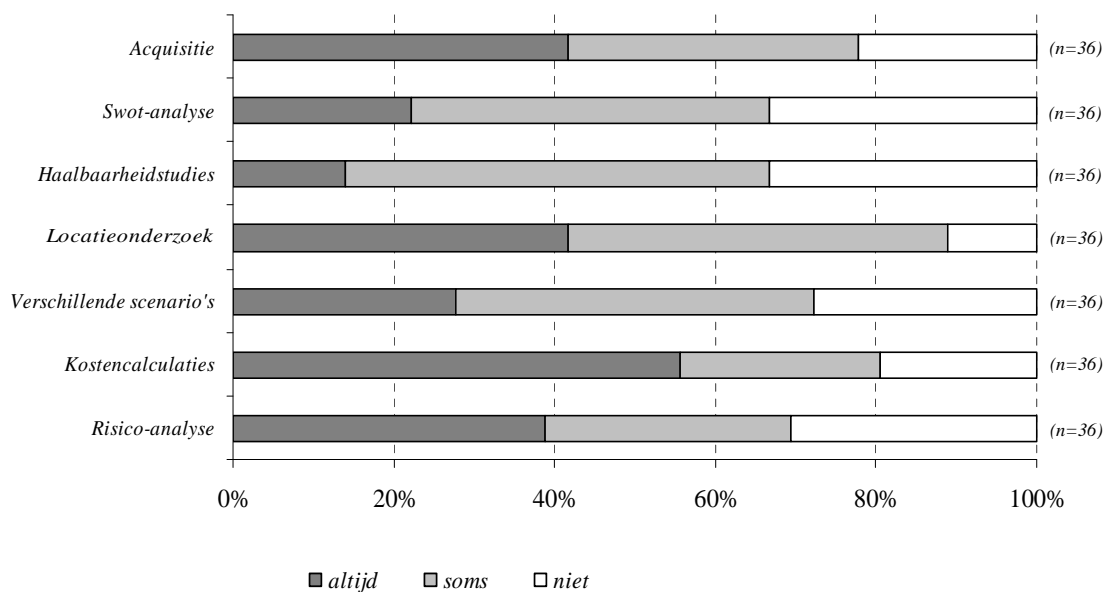
Alvorens de resultaten worden besproken, is het van belang om te weten dat ieder vastgoedproduct afzonderlijk is beoordeeld. Hierdoor is het mogelijk om een evident beeld te krijgen van de waardering die de respondenten geven ten aanzien van vastgoedproducten.

Figuur 4.3.1 laat zien dat de respondenten het meeste waarde hechten aan “locatieonderzoek”, 28% vindt dit *belangrijk* tot *heel belangrijk* (42%). Vervolgens worden zowel “risico-analyse” en “acquisitie” met gelijke percentages van 28% *heel belangrijk* en 31% *belangrijk* gevonden. “Kostencalculaties” worden met 56% *belangrijk* gevonden, het is overduidelijk een product dat telkens bij elke beslissing c.q. onderhandeling een rol speelt. Tevens wordt een “swot-analyse” met 25% *belangrijk* tot 11% *heel belangrijk* gevonden en “haalbaarheidstudies” met 28% *belangrijk* tot 11% *heel belangrijk* gewaardeerd. Maar grotendeels oordelen de respondenten neutraal over de twee producten, respectievelijk 44% en 42%. Vervolgens worden zij ieder afzonderlijk ook nog met 14% *niet belangrijk* gevonden. “Verschillende scenario’s” zijn overwegend met 56% *neutraal* beoordeeld. Ondanks deze waardering vindt 25% van de respondenten het *belangrijk* en 14% *heel belangrijk*.

Figuur 4.3.1: Waardering producten
 Portefeuille omvang tot maximaal € 150 miljoen (n=36)



Figuur 4.3.2: Mate van gebruik van de verschillende producten
 Portefeuille omvang tot maximaal € 150 miljoen (n=36)



4.3.2 *Mate van gebruik van de verschillende producten*

In welke mate worden de al dan niet verworven vastgoedproducten die hierboven zijn toegelicht nu daadwerkelijk gebruikt. Aan de hand van figuur 4.3.2, zie vorige pagina, is dit op schematische wijze weergegeven. Zoals u wellicht is opgevallen wordt “locatieonderzoek” *altijd* dan wel *soms* toegepast met respectievelijk 42% en 47%. Kostencalculaties wordt met 56% *altijd* toegepast. Wat betreft “risico-analyse” en “acquisitie” zijn de beide resultaten bijna gelijk. “Acquisitie” wordt met 42% *altijd* toegepast en “risico-analyse” wordt met 39% *altijd* toegepast. Wederom zijn de producten “swot-analyse” en “haalbaarheidstudies” volgens de respondenten geen producten die zij frequent toepassen. Met respectievelijk 31% en 33% worden deze producten het minst toegepast. Grotendeels worden de beide producten *soms* toegepast met respectievelijk 31% en 53%. Gebruik maken van “verschillende scenario’s” wordt overwegend met 44% *soms* en 28% *altijd* gewaardeerd.

Resumerend kan gesteld worden dat de respondenten hoofdzakelijk locatieonderzoek als meest belangrijk ervaren. Bovendien wordt dit product, al dan niet verworven, ook het meest toegepast in de praktijk. Kostencalculaties worden door de respondenten beduidend hoog gewaardeerd en veelvuldig in de praktijk toegepast. Deze kostencalculaties worden al dan niet door derden opgemaakt. De producten acquisitie en risico-analyse worden vervolgens als belangrijk ervaren. Voorts worden ook deze producten, al dan niet verworven, frequent toegepast in de praktijk. Tot slot de overige producten. Deze worden niet hoog gewaardeerd, hoewel ze soms onmisbaar zijn. Bepaalde producten kunnen namelijk niet afzonderlijk van elkaar worden aangeboden.

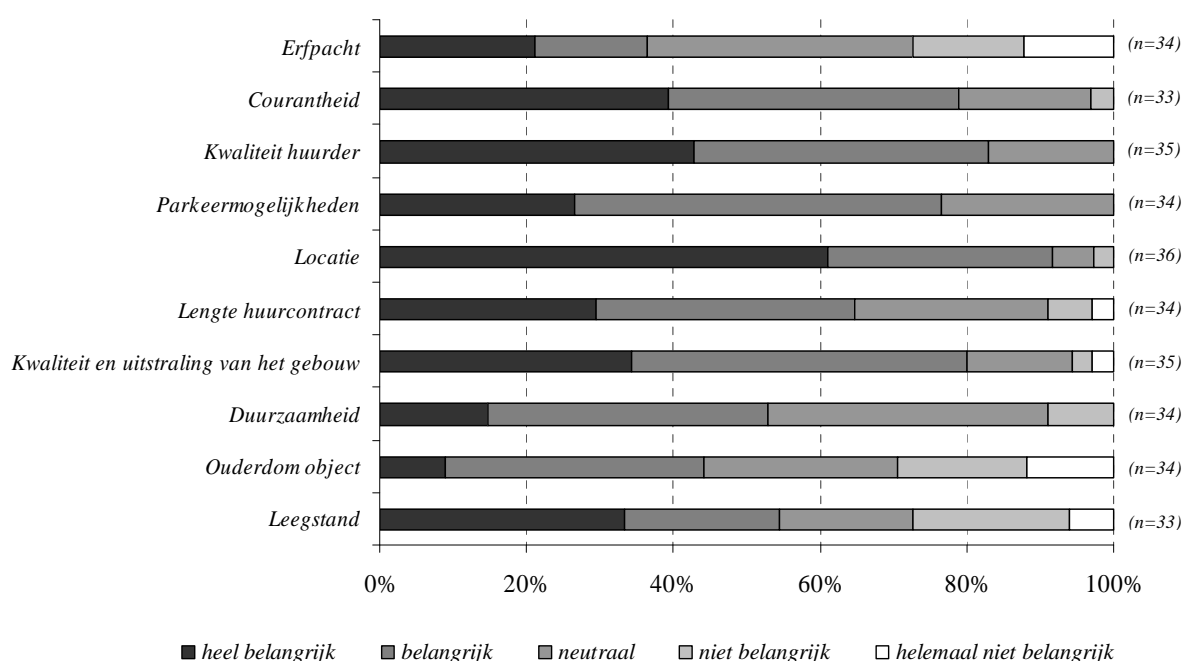
4.3.3 *Criteria aan- en verkoop van vastgoed*

Ook hier geldt dat de respondenten de verscheidene criteria voor aankoop van vastgoed afzonderlijk een waardering moesten geven. Deze waardering werd wederom beantwoord met een schaalverdeling van 1 tot 5 (1 staat voor *heel belangrijk* en 5 voor *helemaal niet belangrijk*). Voordat vastgoed wordt aangekocht wordt dit besluit eerst onderworpen aan bepaalde criteria. Iedere vastgoedbelegger stelt zijn eigen criteria vast, met betrekking tot het aankopen van vastgoed. Het is een waardering die het vastgoed krijgt vanuit de optiek van de potentiële koper.

Zoals figuur 4.3.3, zie volgende pagina, laat zien, wordt “locatie” door de respondenten met 31% *belangrijk* tot 61% *heel belangrijk* gevonden. De “kwaliteit huurder” wordt met 40% *belangrijk* tot 43% *heel belangrijk* gewaardeerd en de “courantheid” van vastgoed wordt met 39% *belangrijk* tot 39% *heel belangrijk* gevonden. Vervolgens worden “kwaliteit en uitstraling van het gebouw” met 46% *belangrijk* tot 34% *heel belangrijk* gevonden.

Ook de “duur van het huurcontract” wordt veelal hoog gewaardeerd, met 35% *belangrijk* tot 29% *heel belangrijk* en “parkeermogelijkheden” worden tevens hoog gewaardeerd, met 50% *belangrijk* tot 26% *heel belangrijk*. Ouderdom van het object wordt daarentegen niet hoog gewaardeerd, met 35% *belangrijk* tot 9% *heel belangrijk*. De overige facetten betreffen “duurzaamheid en erfpacht”. “Duurzaamheid” wordt met 38% *belangrijk* tot 15% *heel belangrijk* gevonden, “erfpacht” wordt met 21% *belangrijk* tot 15% *heel belangrijk* gewaardeerd.

Figuur 4.3.3: *Criteria voor aankoop van vastgoed*



4.4 Beslissen

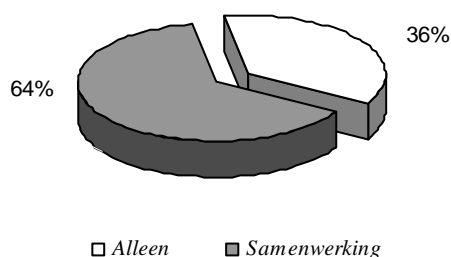
Op welke wijze nemen de respondenten beslissingen, doen ze dat alleen of in samenwerking? Hoe interpreteren zij bepaalde informatie om deugdelijke besluiten te nemen? Wordt er pur sang naar gewoonte en ervaring gehandeld of zijn er andere factoren die expliciet van buitenaf invloed hebben op het handelsgedrag? In hoeverre brengt een aanmerkelijk verlies een grote mate van ongenoegen bij de respondenten teweeg? Welke beweegredenen zijn bepalend bij het aan- en verkopen van objecten op dit moment? En welke aspecten gelden bij het aanhouden van objecten? Tot slot wordt ook de taxatiefrequentie behandeld.

4.4.1 Alleen of in samenwerking

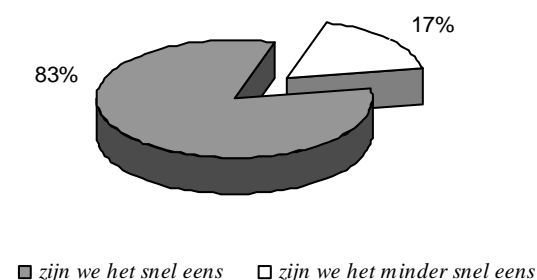
Uitgaande van figuur 4.4.1, zie volgende pagina, worden aan- en verkoopbeslissingen grotendeels in samenwerking genomen. 64% van de respondenten nemen beslissingen in *samenwerking* en 36% beslist *alleen*.

Vervolgens laat figuur 4.4.2 zien dat 83% van de respondenten bij samenwerking *het snel eens* is. Overwegend worden beslissingen in samenwerking genomen, dit impliceert dat de respondenten met mede-eigenaren participeren.

Figuur 4.4.1: Aan- en verkoopbeslissingen
Alleen of in samenwerking (n=36)



Figuur 4.4.2: Snelheid beslissen
uitgaande van 64 procent samenwerking



Alvorens vastgoed wordt aangekocht voeren de mede-eigenaren gesprekken met elkaar. Deze gesprekken verlopen als volgt: één van de mede-eigenaren heeft bijvoorbeeld een aantrekkelijk aanbod gekregen en tracht dan met voldoende argumenten de andere mede-eigenaar (of mede-eigenaren) te overtuigen. Hij onthoudt hierbij zijn uiteindelijke doel, hij wil het vastgoed kopen en is in veel gevallen bereid dat te doen met of zonder de medewerking van zijn mede-eigenaar. Evident is wel, dat niet alle respondenten op deze wijze handelen.

4.4.2 Gewoonte en ervaring

Tabel 4.4.1 laat zien in hoeverre de respondenten naar gewoonte en ervaring handelen. 52,8% handelt *altijd* naar gewoonte en ervaring. Deze vorm van kennis – gewoonte en ervaring – en de mate ervan geeft aan dat de respondent zich veelal refereert aan bekende situaties.

Tabel 4.4.1: Gewoonte en ervaring
Portefeuille omvang tot maximaal € 150 miljoen (n=36)

| Gewoonte / ervaring | Frequentie | Percentage | Cumulatief Percentage |
|---------------------|------------|------------|-----------------------|
| Altijd | 19 | 52,8 | 52,8 |
| Soms | 15 | 41,7 | 94,4 |
| Nooit | 2 | 5,6 | 100 |
| Totaal respons | 36 | 100 | |

4.4.3 Mate van ongenoegen bij een aanmerkelijk verlies

Wanneer de respondent gevraagd wordt of hij bij een aanmerkelijk verlies ook een mate van ongenoegen voelt, antwoordt 91,7% bevestigend. Dit bevestigt het vermoeden van de auteur.

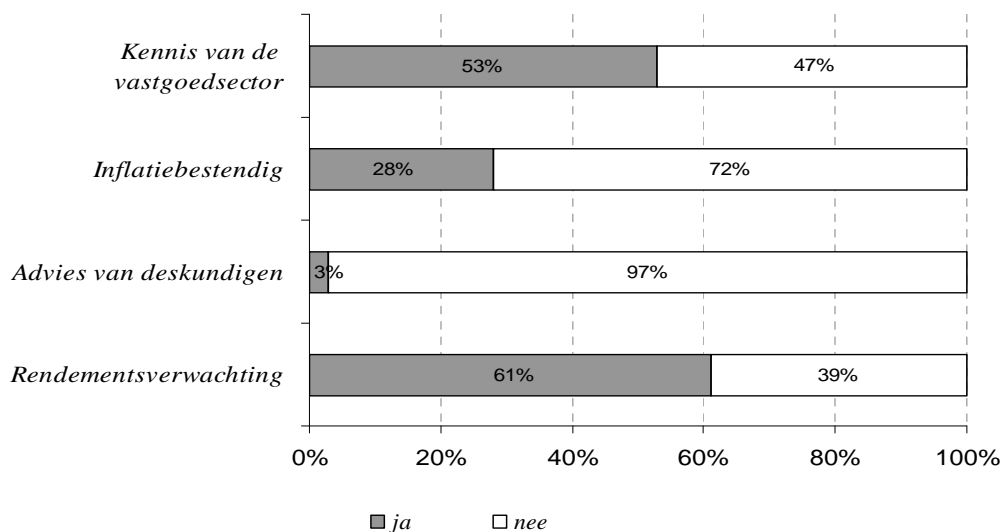
Tabel 4.4.2: *Mate van ongenoegen bij een aanmerkelijk verlies*
Portefeuille omvang tot maximaal € 150 miljoen (n=36)

| Mate van ongenoegen | Frequentie | Percentage | Cumulatief Percentage |
|---------------------|------------|------------|-----------------------|
| Ja | 33 | 91,7 | 91,7 |
| Nee | 3 | 8,3 | 100 |
| Totaal respons | 36 | 100 | |

4.4.4 Beweegredenen

In figuur 4.4.3 zijn vier verschillende beweegredenen weergegeven, namelijk; kennis van de vastgoedsector, inflatiebestendigheid, advies van deskundigen en rendementsverwachting. De beweegredenen zijn gebaseerd op het aankopen van het eerste vastgoed van de respondenten. Elke reden is gebaseerd op 100%, dit komt doordat de respondenten konden kiezen uit meerdere antwoordmogelijkheden (beweegredenen). “Rendementsverwachting” wordt met 61% als hoogste gewaardeerd, dan volgt met 53% “kennis van de vastgoedsector”. “Inflatiebestendig” wordt met 28% gewaardeerd en 3% geldt voor het “advies van deskundigen”⁴. Overige beweegredenen waren, zelfstandige pensioen opbouw, het veilig stellen van vermogen, vermogensvermeerdering en affiniteit met vastgoed.

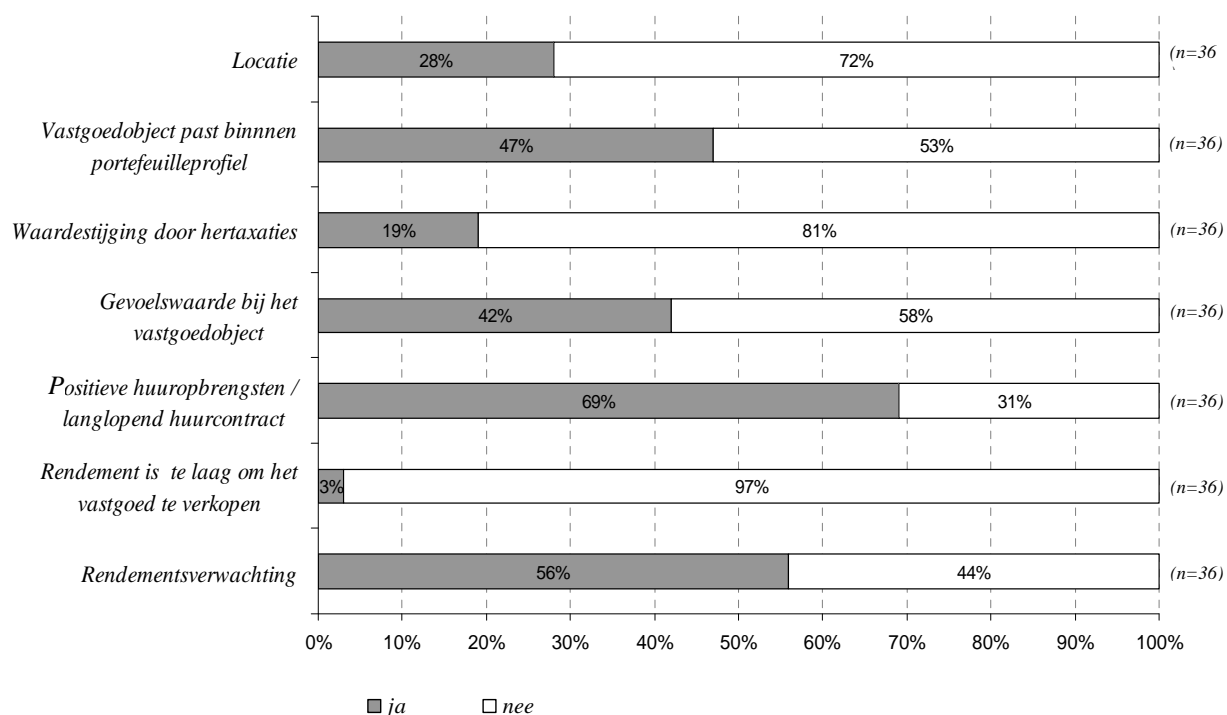
Figuur 4.4.3: *Beweegredenen eerste aankoop vastgoed (n=36)*



⁴ Opvallend is dit lage percentage (3%), uit de verscheidene interviews – paragraaf 4.5 - blijkt dat de vastgoedbeleggers veelal kennis vergaren bij makelaars. Bijvoorbeeld locatieonderzoeken.

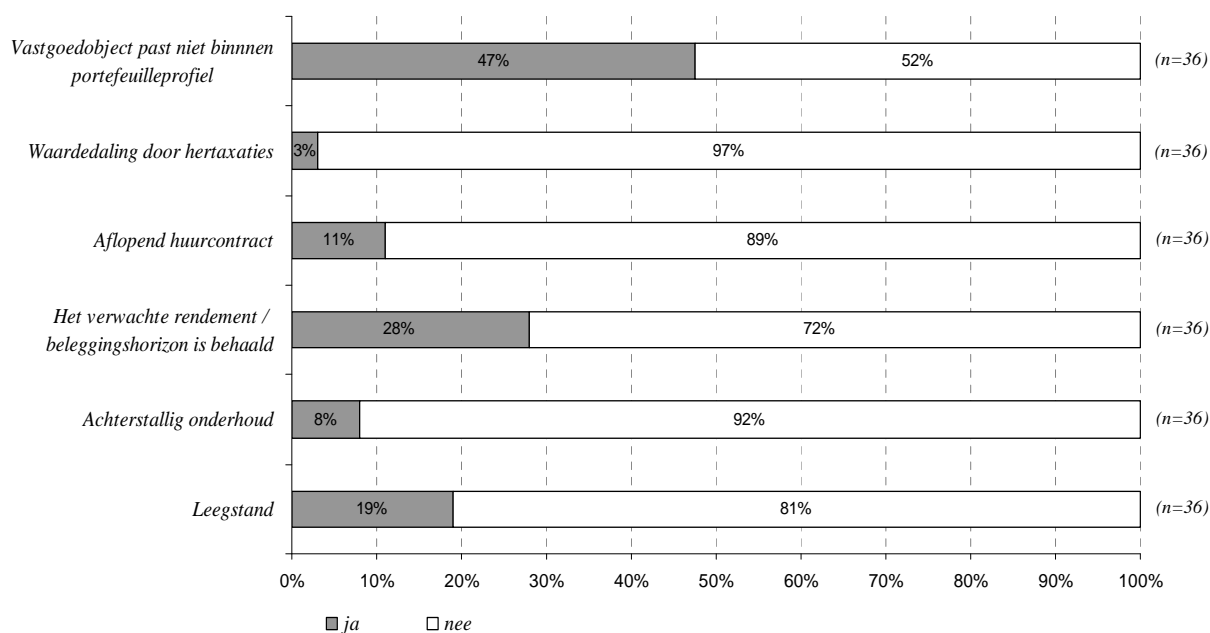
De figuren 4.4.4 en 4.4.5 laten zien dat vastgoed op basis van verschillende redenen aangehouden en afgestoten kan worden. Zoals figuur 4.3.3 heeft laten zien, is “locatie” één van de meest bepalende redenen die invloed heeft op aan- en verkoopbeslissing van de respondenten. Uiteraard is dat algemeen bekend, maar in hoeverre heeft de locatie samen met andere beweegredenen invloed op de beslissing om vastgoed aan te houden of af te stoten. Zoals in figuur 4.4.4 schematisch is weergegeven kan worden opgemerkt dat “locatie” met 28% een minder belangrijke rol speelt bij het aanhouden van vastgoed. 69% van de respondenten vinden “positieve huuropbrengsten / langlopend huurcontract” de belangrijkste beweegreden om op dit moment vastgoed aan te houden. Vervolgens worden de “rendementsverwachting” met 56% en het vastgoedobject past binnen het portefeuilleprofiel met 47% als belangrijke beweegredenen gezien. De “gevoelswaarde” bij een vastgoedobject en “waardestijging door hertaxaties” zijn met respectievelijk 42% en 19% belangrijke beweegredenen om op dit moment vastgoed aan te houden. Tot slot is de reden gegeven dat het “rendement te laag is om het vastgoed te verkopen”, dat wordt met 3% belangrijk gevonden. Het feit dat deze laatste reden zo laag is gewaardeerd, komt wellicht door het feit dat de meeste respondenten de vraagstelling onduidelijk vonden.

Figuur 4.4.4: *Belangrijkste beweegredenen om op dit moment vastgoed aan te houden*



Figuur 4.4.5 laat zien in welke mate de respondenten bepaalde redenen belangrijk vinden om vastgoed op dit moment af te stoten. 47% van de respondenten zal vastgoed op dit moment afstoten wanneer het “niet meer past binnen het portefeuilleprofiel”. Het “verwachte rendement / beleggingshorizon” is behaald en leegstand zijn met respectievelijk 28% en 19% belangrijke redenen om vastgoed op dit moment af te stoten. Vervolgens wordt een “aflopend huurcontract” met 11% als belangrijke reden beoordeeld. De overige twee beweegredenen “achterstallig onderhoud” en “waardedaling door hertaxaties” zijn met respectievelijk 8% en 3% belangrijke redenen om vastgoed op dit moment af te stoten. Het feit dat in figuur 4.4.5. lage percentages zijn weergegeven, zou wellicht kunnen duiden op een gemis aan beweegredenen, zoals de behoefte aan liquide middelen voor nieuwe investeringen, het verkopen van het vastgoed tegen een goede prijs, of veranderende marktomstandigheden.

Figuur 4.4.5: *Belangrijkste beweegredenen om op dit moment vastgoed af te stoten*



4.4.5 Taxatiefrequentie extern

De respondenten kregen de vraag hoe vaak zij objecten opnieuw door een onafhankelijke derde laten taxeren. In tabel 4.4.3 zijn de resultaten inzichtelijk gemaakt.

Tabel 4.4.3: Taxatiefrequentie 'extern'

| Taxatiefrequentie | Van € 0 tot max. € 150 miljoen (n=31) | | | € 0 - € 25 miljoen | € 25 - € 150 miljoen |
|-------------------|---------------------------------------|------------|-----------------------|----------------------|----------------------|
| | Frequentie | Percentage | Cumulatief Percentage | Percentage (groep 1) | Percentage (groep 2) |
| 1 – 2 jaar | 4 | 12,9 | 12,9 | 0 | 37 |
| 2 - 3 jaar | 5 | 16,1 | 29 | 15 | 18 |
| 3 - 4 jaar | 5 | 16,1 | 45,2 | 25 | - |
| Meer dan 4 jaar | 16 | 51,6 | 96,8 | 55 | 45 |
| Anders, nl.. | 1 | 3,2 | 100 | 5 | - |
| Totaal respons | 31 | 100 | | 100 | 100 |

Zoals te zien is in tabel 4.4.3 laten de respondenten hun vastgoed niet frequent taxeren door een onafhankelijke derde. Dit komt ten nadele van de transparantie van de vastgoedmarkt van particuliere vastgoedbeleggers. Immers voordat een belegger van plan is te gaan beleggen in vastgoed is het van belang om te weten waar hij/zij aan begint. Vandaar dat er een zekere mate van transparantie nodig is, om te kunnen bepalen wanneer en welke toegevoegde waarde kan worden geleverd (Bol, 2003). Deze toegevoegde waarde van vastgoed is de prijsvorming. Het feit dat vastgoed illiquide en grootschalig is en minder transactiepreizen kent ten opzichte van aandelen, zijn zij meer aangewezen op taxaties (Bol, 2003). Dus hoe frequenter er getaxeerd wordt, hoe meer 'market evidence' er ontstaat.

Tussen de beide groepen (1 en 2) zijn wel verschillen waarneembaar. Groep 1 (€ 0 - € 25 miljoen) laat met 55% pas na meer dan 4 jaar zijn vastgoed taxeren, dit in tegenstelling tot groep 2 (€ 25 - € 150 miljoen) met 45%. De groep in zijn algemeenheid laat met 45,2% zijn vastgoed (-portefeuille) tussen de 1 en 4 jaar taxeren.

In hoeverre zijn de verschillen die in tabel 4.4.3 zijn weergegeven daadwerkelijk statistisch significant. De bijbehorende hypothese luidt als volgt:

Hypothese 3: Particuliere vastgoedbeleggers met een portefeuille omvang groter dan € 25 miljoen laten vaker hun objecten taxeren door een onafhankelijke derde dan particuliere vastgoedbeleggers met een kleinere portefeuille omvang.

Op basis van tabel 4.4.4 kan gesteld worden dat er geen statistisch significant verschil is aangetoond. Het resultaat ($p=0,509$) is groter dan $\alpha=0,05$. De nulhypothese kan niet worden verworpen. Er is geen verschil tussen de twee groepen wat betreft taxatiefrequentie.

Tabel 4.4.4: Verband tussen portefeuille omvang en taxatiefrequentie (bijlage V p. 86)

| | | Value | Asymp. Std. Error(a) | Approx. T(b) | Approx. Sig. |
|----------------------|----------------------|-------|----------------------|--------------|--------------|
| Ordinal by Ordinal | Kendall's tau-b | -,120 | ,182 | -,660 | ,509 |
| | Spearman Correlation | -,120 | ,182 | -,640 | ,527(c) |
| Interval by Interval | Pearson's R | -,120 | ,182 | -,640 | ,527(c) |
| N of Valid Cases | | 30 | | | |

- a. Not assuming the null hypothesis.
- b. Using the asymptotic standard error assuming the null hypothesis.
- c. Based on normal approximation.

4.4.6 Taxatiefrequentie intern

In tabel 4.4.5 zijn de interne taxatiefrequenties van de respondenten weergegeven. Wat opvalt, is het aantal partijen dat 1 keer in de één tot twee jaar interne taxaties uitvoert. Deze taxaties zijn onder andere bedoeld voor de accountant en de belastingdienst. Het blijkt dat het vooral partijen zijn met een portefeuille omvang van € 25 tot € 150 miljoen die één keer in de 1 à 2 jaar een interne taxatie uitvoert, het gaat om in totaal 82% van de respondenten.

Tabel 4.4.5: Taxatiefrequentie 'intern'

| Taxatiefrequentie | Van € 0 tot max. € 150 miljoen (n=30) | | | € 0 - € 25 miljoen | € 25 - € 150 miljoen |
|-------------------|---------------------------------------|------------|-----------------------|----------------------|----------------------|
| | Frequentie | Percentage | Cumulatief Percentage | Percentage (groep 1) | Percentage (groep 2) |
| Minder dan 1 jaar | 4 | 13,3 | 13,3 | 16 | 9 |
| 1 - 2 jaar | 13 | 43,3 | 56,7 | 21 | 82 |
| 2 - 3 jaar | 3 | 10 | 66,7 | 16 | - |
| 3 - 4 jaar | 4 | 13,3 | 80 | 21 | - |
| Meer dan 4 jaar | 5 | 16,7 | 96,7 | 21 | 9 |
| Anders, nl.. | 1 | 3,3 | 100 | 5 | - |
| Totaal respons | 30 | 100 | | 100 | 100 |

4.5 *Expert interviews*

Er zijn in totaal acht gerenommeerde particuliere vastgoedbeleggers persoonlijk benaderd, waarvan zoals eerder gezegd. Desalniettemin zijn er wel interessante overeenkomsten die voor het onderzoek evidente meerwaarde creëerden. De gesprekken varieerden qua tijdsbestek van drie kwartier tot meer dan een uur. Met behulp van dezelfde enquête uit het kwantitatief gedeelte is de informatie vergaard. Zodoende kon deze informatie ook worden meegenomen in de verwerking van de hierboven genoemde resultaten. Bovendien zorgde deze gestructureerde wijze van informatie vergaren niet alleen voor een hogere respons, ook was het interview beter te sturen. Zoals eerder aangegeven had deze methode als voordeel dat diepgaande informatie ten aanzien van achterliggende motivaties, meningen, emoties (beleving en gevoelens), gedrag (gewoonte en ervaring), wensen en behoeften van de doelgroep achterhaald konden worden.

Naar aanleiding van de experts interviews is het de intentie om enkele aspecten ten aanzien van het handelsgedrag van de particuliere vastgoedbelegger inzichtelijk te maken. Hieronder wordt een beschrijving gegeven van deze aspecten. Alleen de opvallende aspecten worden beschreven, aangezien andere aspecten al hierboven zijn toegelicht.

Gebleken is dat het gros van de experts handelen naar hun intuïtieve vermogen (intuition). Dit vermogen is vooral gebaseerd op emotie, het object willen hebben, durf en gevoel (*guts and feeling*), veel kennis (waaronder veel ervaring minder gewoonte) en uiteraard de vraag of er voldoende rendement worden gemaakt. Dit laatste wordt veelal bepaald door rationele informatie. Informatie die vastgoedbeleggers verzamelen met behulp van referenties – market evidence – vanuit de markt waar het te kopen object bevindt, wordt veelal verkregen doordat zij hiervoor een makelaar benaderen. Deze bestudeert de specifieke markt door middel van een locatieonderzoek. Het mag duidelijk zijn dat het gevaar van bepaalde heuristische en anomalieën te weten *representativeness*, *overconfidence*, *illusion of control*, bij de beleggers aanwezig zijn en duidelijk van invloed zijn bij een uiteindelijke beslissing.

Eén van de experts zei: je moet zo nu en dan eigenwijs zijn en afgaan op je verstand en gevoel. Het object moet uistraling en kwaliteit hebben. Sommige stoten het object weer af indien naar gelang te veel onderhoud gevraagd wordt. Toch zijn er ook respondenten die de keuze maken om door te exploiteren: ofwel het object weer in een zodanige staat brengen – optimaliseren – voor wederverhuur. Bij het aankopen van het object wil het nog wel eens voorkomen dat het object eerst moet worden gerenoveerd dan wel gerestaureerd. Dit laatste komt veelal voor bij objecten die een monumentaal karakter vertegenwoordigen. Ondanks deze investeringen zijn de experts overwegend tevreden met het uiteindelijke rendement.

Netwerken is één van de aspecten die een cruciale rol speelt indien je gaat investeren. Verscheidene vastgoedbeurzen bezoeken te weten Mipim (FR), Expo (DE), Provada (NL) en dergelijke is daar een onderdeel van. Je zelf laten zien is het credo.

Overwegend kiezen de experts voor het type vastgoed waarmee ze affiniteit hebben. Sommige hebben vanwege de spreiding nog andere segmenten in hun portefeuille, maar zij geven de voorkeur aan vastgoed waarmee ze vertrouwd zijn. Het draait uiteindelijk om het maken van winst. Een enkele geïnterviewde koopt alles, ofwel het maakte degene niet veel uit wat voor soort vastgoed het is, als het maar winst oplevert. Indien het – binnen een maand - voor een hogere waarde verkocht kon worden, dan stond het besluit vast ofwel: verkopen. Hieruit valt op te merken dat de expert veronderstelt dat dit de juiste keuze is. Dit is een typische vorm van *mental accounting* en *anchoring*. Zie hoofdstuk 2 tabel 2.5.1.

Tot slot zijn de geïnterviewden overwegend positief over de toekomst. Uiteraard heeft de kredietcrisis zijn weerslag, maar dat is nog geen reden om pessimistisch te zijn. Het terughoudend optreden van financiers, waaronder banken en andere kredietverstrekkers, leidt niet tot een negatieve invloed op deze experts. Het feit dat zij grotendeels met eigen vermogen investeringen verrichten, maakt hen niet afhankelijk van deze negatieve invloed. Allicht is nu de tijd aangebroken, dat vastgoedbeleggers met een sterke hefboomwerking de vastgoedmarkt verlaten, simpelweg omdat zij het niet meer kunnen volhouden.

4.6 *Threats and Opportunities*

Nu we de enquêtes en interviews hebben geanalyseerd kijken we even naar de dagelijkse actualiteiten.

“Linksom of rechtsom, de problemen die nu in Amerika spelen, komen onze kant op.” Dit stelde de heer N. Wellink onlangs in een artikel in het NRC handelsblad van 3 april 2008 over de kredietcrisis (Kalse & Schinkel, 2008) Ofwel volgens deze uitspraak hoeven we er niet aan te twijfelen dat de crisis zijn weerslag in ons land zal hebben. Maar in hoeverre de schade beperkt blijft is helaas onbekend. Wel heeft het voor iedereen consequenties, dus voor de normale burger, maar ook voor de internationals.

Volgens de president van De Nederlandse Bank wordt 2009 een jaar dat Nederland waarschijnlijk echt iets gaat voelen van de recessie in de VS. Waar vorig jaar de inflatie nog op 1,6 stond, zal de inflatie in 2009 oplopen tot circa 3%. In Europa is de inflatie nu al opgelopen tot 3,5% (Kalse et al. 2008).

Of de credit crunch – het verschijnsel dat banken geen kans meer zien om krediet te verschaffen, ook niet aan hoogwaardige en kredietwaardige bedrijven – negatieve invloed heeft valt nog te bezien. Overwegend zijn de vastgoedbeleggers die sterk gefinancierd zijn of

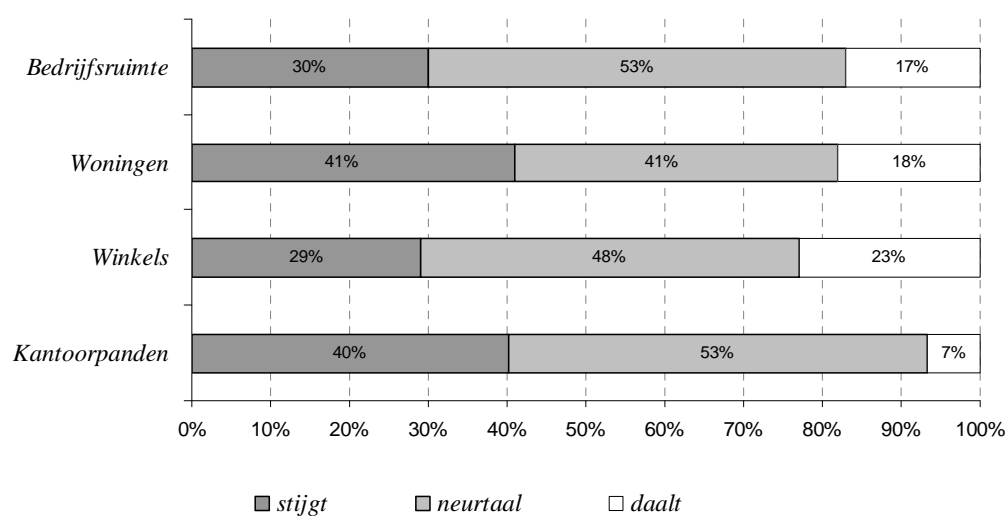
waren (afhankelijk van hoge leverage) zijn degene die nu te lijden hebben. Bij actoren die hoofdzakelijk vanuit eigen vermogen investeren zal de schade beperkt blijven.

Het feit dat volgend jaar de prijzen van vastgoed waarschijnlijk zullen dalen komt ten dele doordat de kredietcrisis zijn weerslag zal krijgen. Volgens de heer T. Halbersma voormalig voorzitter hoofddirectie Rabobank is het niet ondenkbaar dat vastgoed de komende tijd in waarde kan dalen. Halbersma: “nu de langetermijnrente stijgt nemen de kosten voor beleggers toe.” De banken zijn terughoudend met het verstrekken van kredieten, alleen tegen zeer hoge rentetarieven kunnen in dat geval vastgoedbeleggers nog vreemd vermogen aantrekken. Deze ontwikkeling zorgt ervoor dat vele vastgoedbeleggers, die grotendeels hun vastgoed met een zeer hoge hefboomwerking (leverage) hebben gefinancierd, genoodzaakt zijn meer eigen vermogen te gaan gebruiken of (deels) hun vastgoed af te stoten.

4.6.1 Toekomstverwachting BAR

De toekomstverwachting omtrent de ontwikkeling van de bruto aanvangsrendementen (BAR) zullen volgens de respondenten de komende vijf jaar stijgen en neutraal blijven.

Figuur 4.6.1: Toekomstverwachting BAR (komende 5 jaar)



Of deze stijging van de BAR een positieve ontwikkeling is, valt nog te bezien. Doorgaans is het zo, dat een hogere BAR vaak een weerspiegeling is van het feit dat de belegger vindt dat er meer risico is verbonden aan zijn belegging. Maar een hogere BAR kan ook ontstaan doordat beleggers niet meer bereid zijn om zulke hoge prijzen te betalen als in het verleden.

4.6.2 Kantorenmarkt

Op het Dynamis Spreekende Cijfers Symposium dat 7 februari 2008 werd gehouden is geconcludeerd: “De kredietcrisis zal naar verwachting een beperkte invloed hebben op de Nederlandse kantorenmarkt.” Wel kampt de markt volgens de vereniging voor ontwikkelaars en bouwondernemers (NVB) met een leegstand van 6,4 miljoen vierkante meter. Deze zal naar verwachting – wegens de afzwakkende economie - alleen nog maar toenemen tegen de tijd dat de nieuwe kantoren worden opgeleverd. Deze ontwikkeling baart zeker zorgen en wordt daarom ook door de vereniging bestempeld als “bijzonder ongezond.” (NVB, 2008).

4.6.3 Winkelmarkt

Het veranderde zoek- en koopgedrag van de consument heeft ervoor gezorgd dat de markt in zijn huidige hoedanigheid wijzigt. Er is plaats gemaakt voor een nieuwe afzetkanaal ‘brandstores’. Deze ontwikkeling zorgt ervoor dat de consumenten het merk beleven en diensten aangeboden krijgen die zij in traditionele winkels niet krijgen. Ook internetwinkels zoals Marktplaats vinden hun intrede op de straat. Vooralsnog is er voldoende toekomst op de winkelmarkt.

4.6.4 Woningmarkt

Het feit dat deze markt sterk wordt gereguleerd en er grote schaarste aan grond is, maakt het lastig om de gevolgen van de kredietcrisis één-op-één te vertalen naar onze gereguleerde woningmarkt, aldus J. Halbersma (2008). Tevens blijkt ook uit het eerste jaarrapport van Dynamis ‘Spreekende Cijfers Woningmarkt 2008’ dat ten opzichte van het voorgaande halfjaar de woningmarkt ruimer wordt (Dynamis, 2008). Uiteraard speelt de opkomende vergrijzing ook een cruciale rol in deze markt. De alsmaar stijgende vraag naar een goed uitgeruste woning die perfect aansluit op de woonwensen van de toekomstige oudere baart vooral zorgen. Maar daarentegen zorgt deze ontwikkeling wel voor uitstekende kansen voor de particuliere vastgoedbeleggers. Het feit dat particuliere vastgoedbeleggers voornamelijk participeren in hun eigen lokale markt, maakt het mogelijk dat zij direct kunnen anticiperen op de mogelijke woonwensen van de bevolking aldaar. Nieuwe woonzorg concepten - specifiek op maat gesneden – zorgen voor voldoende investeringperspectief.

4.6.5 Bedrijfsruimtemarkt

Volgens de thermometer Nederlandse Bedrijfsruimtemarkt van NVB leeft de markt van bedrijfsruimte weer op (NVB, 2008). In de thermometer wordt duidelijk omschreven dat het juist nu – op dit moment – noodzakelijk is om wat aan de verloederde bedrijventerreinen te gaan doen. Veel van deze terreinen zijn al bestempeld als ‘no go areas’ en zijn hiermee een vestigingsplaats geworden voor criminaliteit. Er moet geïnvesteerd worden, niet alleen door de overheid, maar ook de eigenaren zijn verplicht hierin een cruciale rol te vervullen.

Gemeenten zoals gemeente Groningen (Terreinwinst) zijn in samenwerking met lokale ondernemers bedrijventerreinen aan het revitaliseren, dit om verloedering en verpaupering tegen te gaan. Hierdoor ontstaan er weer bedrijventerreinen met voldoende potentie om ondernemers te laten blijven dan wel om nieuwe bedrijven aan te trekken met solvabele huurders. Herstructurering is voortaan het motto.

4.7 Conclusie

Het beleggerprofiel dat de meeste respondenten hanteren is dat zij voornamelijk op lange termijn beleggen, met een zo laag mogelijk risico. Overwegend geven de meeste respondenten aan dat er meer belegd wordt in kantoorpanden en bedrijfspanden. Tevens beleggen zij het merendeel in drie segmenten. Het percentage leegstand in de vastgoedportefeuille blijkt lager te zijn dan het landelijk gemiddelde. Bovendien zijn de respondenten eerder geneigd zich regionaal te oriënteren in plaats van zich nationaal te oriënteren. Wellicht is dit de reden dat zij minder leegstand hebben dan het landelijke gemiddelde, zij hebben immers lokale kennis van hun eigen markt. Het merendeel van de respondenten is niet van plan om in de toekomst in vastgoed te beleggen in het buitenland.

De meeste respondenten hechten waarde aan locatieonderzoek, risicoanalyse, kostencalculaties en acquisitie en zij willen deze producten ook inkopen. Dit geeft de mogelijkheid voor een dergelijke adviseur om hierop in te spelen. Het eisenpakket van de respondent voor wat betreft de criteria die hij stelt bij het aankopen van het vastgoed bevat de volgende facetten: locatie, kwaliteit huurder, courantheid, kwaliteit uitstraling van het gebouw, leegstand en lengte huurcontract. Deze facetten zijn volgens de respondenten de belangrijkste criteria die een essentiële rol vertegenwoordigen bij het aan- en verkopen van vastgoed.

Indien beslissingen moeten worden genomen voor wat betreft aan- en verkoop van vastgoed, worden deze grotendeels op basis van samenwerking genomen. Deze flexibele onderhandelingen gebeuren veelal met een collega (mede-eigenaar). De handelswijze van de respondenten is merendeels gebaseerd op gewoonte en ervaring. Bovendien hebben de respondenten bij een aanmerkelijk verlies overwegend last van een bepaalde mate van ongenoegen. Bij de eerste aankoop van vastgoed geven de meeste respondenten als beweegreden: rendementsverwachting en kennis van de vastgoedsector. Uiteraard hebben de respondenten - ieder afzonderlijk – overige beweegredenen voor wat betreft eerste aankoop van vastgoed zoals, affiniteit met vastgoed, vermogen vermeerderen, pensioen opbouw en dergelijke. Indien het vastgoed is verworven spelen verschillende beweegredenen een cruciale rol zoals: locatie, positieve huuropbrengsten/langlopend huurcontract, vastgoedobject past binnen portefeuilleprofiel, rendementsverwachting, gevoelswaarde bij het object en hertaxaties. Deze hertaxaties kunnen zowel intern als extern worden gemaakt. Overwegend laten de respondenten pas na meer dan 4 jaar hun vastgoed extern taxeren. Dit

in tegenstelling tot interne taxaties, deze worden tussen de 1 en de 2 jaar grotendeels verricht. Hoofdzakelijk is deze taxatie verplicht vanwege de belastingdienst.

Vanuit de expert interviews is gebleken dat grotendeels naar bepaalde gedragstypen wordt gehandeld. Het intuïtieve vermogen van de experts speelt een cruciale rol bij het maken van een beslissing. Waaronder de heuristische en anomalieën *representativeness*, *overconfidence*, *illusion of control*, *anchoring* en *mental accounting* de uiteindelijke beslissing overduidelijk beïnvloeden.

Tot slot krijgen de respondenten, waaronder ook de experts, te maken met een afzwakkend economische klimaat. Ondanks deze waarneming is er voldoende perspectief in de verscheidende deelmarkten. Bovendien zijn de respondenten zich er van bewust dat de kredietcrisis zijn weerslag zal hebben op de Nederlandse vastgoedmarkt en proberen zij daar dan ook adequaat op te reageren.

Uitgaande van de omschrijvingen in dit hoofdstuk en de voorafgaande hoofdstukken, wordt in het volgende hoofdstuk het strategisch beslissingsproces van particuliere vastgoedbeleggers beschreven. Dit is een uniform proces dat speciaal is toegesneden op particuliere vastgoedbeleggers. Het proces wordt met behulp van een model omschreven, dat in grove lijn weergeeft op welke wijze er gehandeld wordt. Tevens worden verschillende diensten c.q. adviesproducten uiteengezet.

5 Het strategisch beslissingsproces



5.1 Inleiding

Na een uitgebreide analyse in de voorgaande hoofdstukken, zal in dit hoofdstuk ingegaan worden op het strategisch beslissingsproces van particuliere vastgoedbeleggers. Hoe verloopt zo'n dergelijk strategisch beslissingsproces en in hoeverre wordt dit proces beïnvloed door typen gedragingen en onregelmatigheden. En welke producten zijn adequaat voor een dergelijk service- adviesproduct. Om hier antwoord op te krijgen is gebruik gemaakt van een bestaand wetenschappelijk model, dat naar eigen bewerking toegesneden is op het strategisch beslissingsproces van particuliere vastgoedbeleggers.

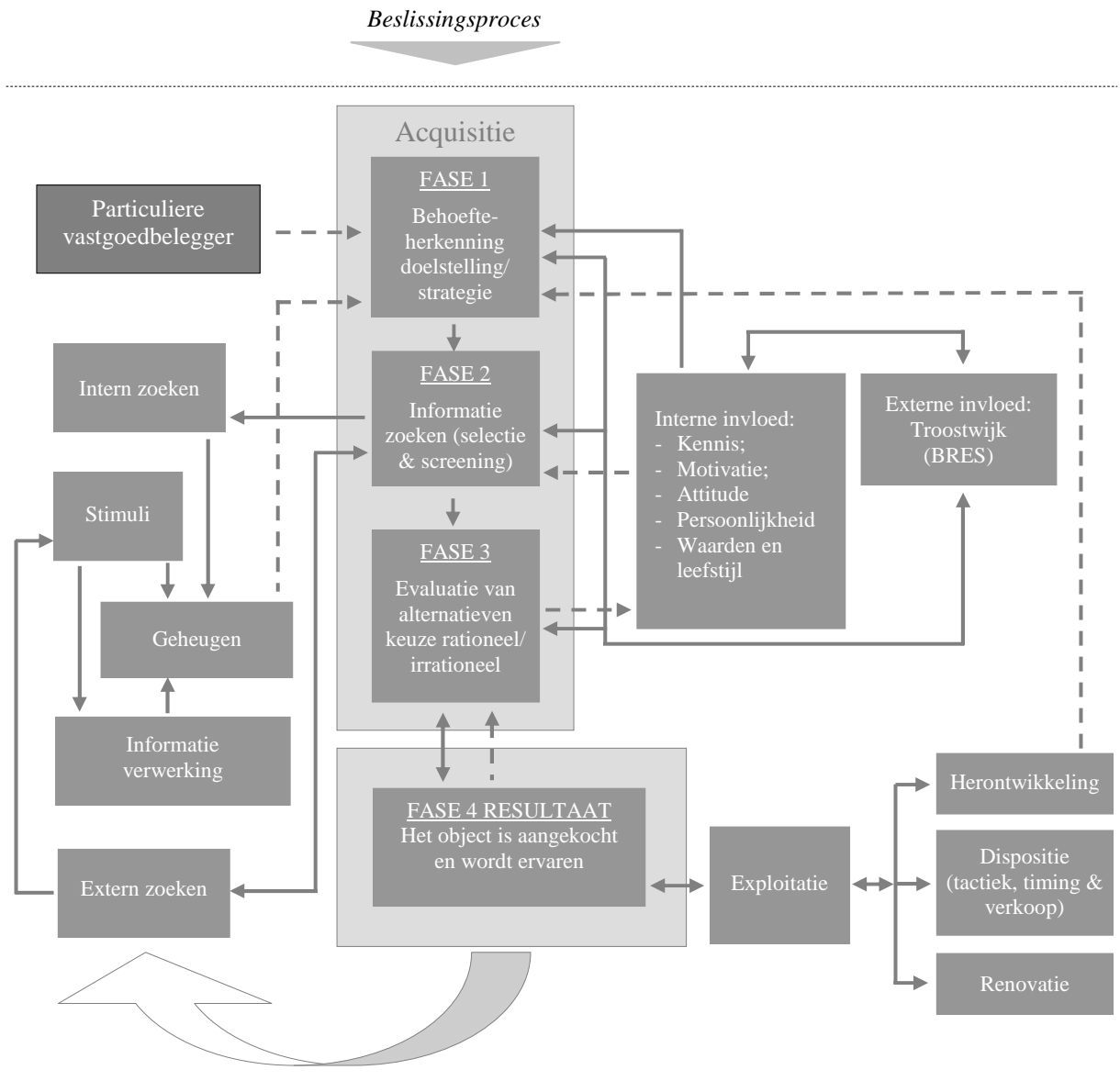
5.2 Het acquisitiebeleid

Alvorens de vastgoedbelegger tot het aankopen van vastgoed overgaat, zal hij zichzelf de vraag stellen wat voor soort vastgoed hij wil hebben. Overigens kan hij hierbij ook benaderd zijn door derden. De institutionele beleggers hebben dit vastgelegd in hun jaarlijks beleggingsbeleid, dat gebaseerd is op bepaalde doelstellingen. Particuliere vastgoedbeleggers hebben doelstellingen, zoals het veiligstellen van vermogen, het vermeerderen van hun vermogen, het opbouwen van pensioen, als hobby en dergelijke. Vervolgens moeten deze doelstellingen – met de bijbehorende randvoorwaarden – verwezenlijkt worden. Dit gebeurt aan de hand van een strategie, volgens Van Gool et al. (2007) “Strategie gaat over de wegen waarlangs een organisatie zijn doelstellingen probeert te bereiken.” Ditzelfde geldt ook voor particuliere vastgoedbeleggers, alleen wordt dat niet zo expliciet omschreven. Zoals reeds is behandeld in hoofdstuk 2, vormt acquisitie (verwerven van vastgoed) de eerste stap in het beleggingsproces (Van Gool et al. 2007). Voordat er daadwerkelijk overgegaan kan worden tot acquisitie (aankopen) moeten er drie fasen worden doorlopen: behoefteherkenning (1), zoeken naar informatie (2) en evaluatie van alternatieven. Zie figuur 5.3.1. Mijns inziens vormen deze fasen de basis van de acquisitie en zijn het tevens de beslissingsmomenten in het beslissingsproces. Aan de hand van het theoretisch kader en de resultaten uit het empirisch onderzoek, zullen de fasen worden besproken.

5.3 Het procesmodel van particuliere vastgoedbeleggers

In het onderstaande figuur 5.3.1 wordt het strategisch beslissingsproces van particuliere vastgoedbeleggers weergegeven. Dit model tracht meer inzicht te verschaffen in de wijze waarop gehandeld wordt. Doordat de beslismomenten in beeld zijn gebracht, is inzicht gekregen in het volledig beslissingsproces. Het beslissingsproces is overigens geen lineair maar een iteratief proces, ofwel het is mogelijk dat men bij iedere beslissingsfase kan terugkeren naar een eerdere fase. Dit bevordert de uiteindelijke uitkomst. Bovendien is het model ook bedoeld voor derden, zij kunnen op deze manier een beeld krijgen van de wijze waarop particuliere vastgoedbeleggers tot een bepaalde beslissing zijn gekomen. Uiteraard is het model bedoeld als leidraad en vormt geen uitputtende opsomming.

Figuur 5.3.1: “Het strategisch beslissingsproces” gebaseerd op figuur 2.10.1, p. 25 & Van Gool, et al. 2007



De verscheidene aspecten die in het model zijn weergegeven zijn gebaseerd op het bestaande theoretische model van Blackwell et al. (2001). De aspecten vertonen daardoor enige overeenkomsten. Zoals in het figuur is weergegeven vormen de eerste drie fasen (beslissingsmomenten) het beslissingsproces: behoefteherkenning (fase 1), zoeken naar informatie (fase 2) en evaluatie van alternatieven (fase 3). Zie ook Oosterwolde (2007) en hoofdstuk 2 paragraaf 2.10. Bij deze drie fasen kan de particuliere vastgoedbelegger zoeken naar externe invloeden om advies in te winnen, bijvoorbeeld bij een adviseur van Troostwijk (BRES). In sommige gevallen bestaat er al een zakelijke relatie tussen de beide actoren en helpt de adviseur bij het zoeken naar informatie. De interne invloed is het cognitieve vermogen van de particuliere vastgoedbelegger. Tijdens de eerste fase, behoefteherkenning, moet men eerst bewust worden van een bepaalde behoefte, die intern bij de particuliere vastgoedbeleggers is ontstaan. Indien men bewust is geworden van een dergelijke behoefte, dan gaat men op zoek naar informatie wat wel of niet zijn uitwerking zal vinden in het evalueren van alternatieven. Het cognitieve vermogen van de vastgoedbelegger bepaalt dus hoe er wordt gezocht naar informatie en de evaluatie van alternatieven, bijvoorbeeld door zijn motivatie of attitude. In deze fase komt men tot een bepaalde voorkeur, dan wel een keuze. De uiteindelijke keuze wordt sterk beïnvloed door het rationeel/irrationeel gedrag van particuliere vastgoedbeleggers. Interne invloeden kunnen ook mede bepalen of een particuliere vastgoedbelegger een adviseur inschakelt bij een uiteindelijke keuze. Uiteraard is het een iteratief proces en hangen alle factoren onderling met elkaar samen en kunnen fasen soms samen doorlopen worden. Om de relevantie te waarborgen wordt dit laatste niet beschreven en daardoor wordt het model niet te complex. Uitgaande van voorgaande figuur 5.3.1 worden respectievelijk de fasen 1 t/m 4 hierna als volgt toegelicht:

In de eerste kolom staat de acquisitiefactor beschreven, deze is afkomstig uit het consumenten gedragsmodel, paragraaf 2.10, figuur 2.10.1. Vervolgens wordt in de tweede kolom een toelichting gegeven bij de betreffende acquisitiefactor. De derde kolom betreft middelen en beweegredenen, hierbij zijn de resultaten afkomstig uit de enquête en expert interviews. Tot slot de laatste kolom, daarin zijn de diverse gedragstypen omschreven die op dat moment aan de orde (kunnen) zijn. Dit laatste is afkomstig uit paragraaf 2.5.1.

Tabel 5.3.1 : *Toelichting beslissingsproces van particuliere vastgoedbeleggers*

Fase 1: *Behoefteherkenning doelstelling/strategie.*

| Acquisitiefactor | Toelichting | Middelen & beweegredenen | Heuristieken/ anomalieën |
|------------------|---|---|--|
| Interne Invloed | <i>Bewustwording van een bepaalde behoefte, met behulp van het cognitieve vermogen.</i> | <i>Zelf te rade gaan.</i> | <i>Representativeness, mental accounting, overconfidence</i> |
| Extern invloed | <i>Advies inwinnen omtrent een bepaalde behoefte.</i> | <i>Bijvoorbeeld Troostwijk (BRES)</i> | <i>illusion of control, overconfidence</i> |
| Geheugen | <i>Op basis van bekende waarheden c.q. referenties kan men bewust worden van een bepaalde behoefte.</i> | <i>Waarnemingen van een vergelijkbare aankoop</i> | <i>Risk aversion, herd behavior, Regret, mental accounting</i> |

Fase 2: Informatie zoeken (selectie & screening).

| Acquisitiefactor | Toelichting | Middelen & beweegredenen | Heuristieken/ anomalieën |
|-----------------------|---|--|--|
| Interne invloed | De wijze waarop er wordt gezocht naar informatie, aan de hand van motieven | Rendementsverwachting, kennis van de vastgoedsector | Representativeness, mental accounting, overconfidence, herd behavior |
| Externe invloed | De adviseur helpt bij het zoeken naar informatie. Dit gebeurt op basis van aangeboden diensten | Locatieonderzoek, risico-analyse, kostencomputaties, acquisitie, taxaties | illusion of control, overconfidence |
| Intern zoeken | Door kennis, gewoonte en ervaring kan men informatie putten uit het geheugen. Desk research | Rendementsverwachting, gevoelswaarde bij het vastgoedobject, vastgoedobject past binnen portefeuille profiel en positieve huur-opbrengsten/langlopend huurcontract | Representativeness, illusion of control, Familiarity |
| Extern zoeken | Nieuwe informatie inwinnen uit de omgeving | Locatie, kwaliteit en uitstraling van het gebouw, kwaliteit huurder, courantheid, leegstand, lengte huurcontract | Familiarity, overconfidence |
| Stimuli | Informatie vergaren dat rationeel en irrationeel geïnterpreteerd wordt | PropertyNL, Vastgoedmarkt, Provada(NL), Expo(DE), Mipim(FR) | Illusion of control |
| Informatie verwerking | De stimulus is ontvangen en wordt, geïnterpreteerd en opgeslagen in het geheugen. Deze informatie kan op een later moment worden opgevraagd | Blootstelling, aandacht, begrip, acceptatie en opslag | n.v.t. |
| Geheugen | Opgeslagen informatie | Locatie, kwaliteit en uitstraling van het gebouw, kwaliteit huurder, courantheid, leegstand, lengte huurcontract, erfpacht, duurzaamheid, ouderdom object | Representativeness, Mental accounting |

Fase 3: Evaluatie van alternatieven keuze rationeel/ irrationeel.

| Acquisitiefactor | Toelichting | Middelen & beweegredenen | Heuristieken/ anomalieën |
|------------------|---|---|--|
| Interne invloed | Op basis van eigen voorkeuren (rationeel/irrationeel gedrag) of in samenwerking | Op basis van ingewonnen informatie uit fase 2 | Representativeness, Mental accounting, herd behavior, risk aversion, familiarity & illusion of control |
| Externe invloed | Preferenties van de adviseur | Op basis van ingewonnen informatie uit fase 2 | illusion of control, overconfidence |

Fase 4 Resultaat: Het object is aangekocht en wordt ervaren.

| Acquisitiefactor | Toelichting | Middelen & beweegredenen | Heuristieken/ anomalieën |
|------------------|---|--------------------------|-----------------------------|
| Exploitatie | Het object is aangekocht en wordt geëxploiteerd | n.v.t. | Regret, Sunk Cost effect |

5.4 Productanalyse

Met figuur 5.3.1 en tabel 5.3.1 is getracht meer duidelijkheid te verschaffen over het handelsgedrag van particuliere vastgoedbeleggers. De eerste drie fasen in het beslissingsproces zijn de beslissingsmomenten die bepalend zijn bij het nemen van strategische beslissingen. Deze momenten moet eerst doorlopen worden voordat de particuliere vastgoedbeleggers met aankopen beginnen. Elke acquisitiefactor in het beslissingsproces is onderhevig aan bepaalde type gedragingen dan wel onregelmatigheden. Door het feit dat deze heuristische en anomalieën inzichtelijk zijn gemaakt vanuit de zienswijze van *behavioral finance*, kan hierop adequaat gereageerd worden. Helaas is het onmogelijk om perfect gedrag te ontwikkelen en dat op het juiste moment te uiten. Dit wordt veelal bepaald door het rationeel/irrationeel gedrag van particuliere vastgoedbeleggers. Tevens is duidelijk geworden welke producten als diensten kunnen worden aangeboden. Deze producten – locatieonderzoek, risico- analyse, kostencalculaties, acquisitie en uiteraard taxaties - kunnen bijvoorbeeld door Troostwijk BRES worden aangeboden, zodat particuliere vastgoedbeleggers de juiste afweging kunnen maken. Het strategisch beslissingsproces wordt rationeler en objectiever. Behalve deze diensten kan Troostwijk met haar kennis en kunde zorgen voor het maken van de juiste beslissingen op de juiste moment. Op de volgende pagina's worden enkele van deze producten exemplarisch weergegeven, waaronder locatieonderzoek en risico-analyse.

5.4.1 Locatieonderzoek

Met behulp van een Multi- criteria analyse – locatieonderzoek - kunnen potentiële locaties en gebouwen inzichtelijk worden gemaakt. Er zijn hiervoor verschillende modellen denkbaar. In de praktijk wordt al jaren de Real Estate norm- toets toegepast. De REN- toets is bedoeld voor bedrijven die op zoek zijn naar nieuwe huisvesting. Aangezien de toets overwegend factoren behandelt die ook essentieel zijn voor de belegger, is het ook voor de belegger een uitstekend instrument. De REN- toets wordt gebruikt om de kwaliteit van een object en een locatie te meten, voor zowel de vraag als het aanbod van huisvesting. De methodiek maakt inzichtelijk welke aspecten c.q. kenmerken relevant zijn bij een object of een locatie. Aan de hand van een checklist kunnen deze aspecten geselecteerd en gewogen worden. Met behulp van een – persoonlijke - gewichttoekenning kan een – persoonlijke - score worden gegeven van één tot vijf. De uiteindelijk totale score met daarbij de totale waardering geeft aan hoe het gebied c.q. gebouw gewaardeerd is. Op deze wijze is het mogelijk om meerdere gebieden en gebouwen te vergelijken en een optimale keuze te maken.

Exemplarisch wordt hieronder weergegeven welke aspecten de REN- toets behandelt bij het beoordelen van een bepaald gebied.

Tabel 5.3.2: *Locatieonderzoek*
(Bron: St. REN Nederland en eigenbewerking)

Overzicht: REN- Toets van een gebied.

| Aspect | gewicht | score | Aspect | gewicht | score |
|---------------------------|---------|-------|-------------------------------|---------|-------|
| Representativiteit | | | Bereikbaarheid | | |
| Stedelijke omgeving | | | Auto | | |
| Soort gebied | | | Nabijheid treinstation | | |
| Imago | | | Type treinstation | | |
| Zichtbaarheid | | | Frequentie treinen | | |
| Landscaping/groen | | | Nabijheid bus/tram/metrohalte | | |
| Voorziening | | | Frequentie bus etc. | | |
| Dagelijks boodschappen | | | Parkeren | | |
| Restaurants | | | Type parkeergelegenheid | | |
| Hotels | | | Parkeercapaciteit | | |
| Bank | | | Totale score | | |
| Postkantoor | | | Totale waardering | | |
| Ontspanning/lunch | | | | | |

Voor iedere variabele bedraagt de maximumscore 5 en de minimumscore 1. Door de totale score door 40 te delen ontstaat een normering op een schaal van 1 tot 10.

5.4.2 Risico- analyse

Tabel 5.4.2 laat bij benadering zien hoe een dergelijk risico-analyse (product) er uit kan zien.

Tabel 5.4.2 : Risico-analyse (risicoinventarisatie)

Bron: Berkhout (1997), Ministerie van Verkeer en Waterstaat et al. (2004), Gehner (2003).

Stappenplan risico-analyse

| Stap | | Aspect |
|------|---|--|
| 1 | Vaststellen doelstellingen en beperkingen | Rendement-risicoverhouding van de belegger |
| 2 | Het identificeren/inventariseren van risico's | - Primaire risico's (DESTEP-acroniem ¹); - Secundaire risico's. |
| 3 | Categorisering van risico's | Ordenen/classificeren van risico's |
| 4 | Risicorespons c.q. risicobeheersing | - Vermijden; - Reduceren; - Overdragen; - Accepteren. |

Risico-analyse (stap 2 en 3) waarden van risico's

Stap 2 (Primaire risico's: DESTEP, macro-economische factoren)

| Factoren | Waarneming | Weegfactor ² (1 – 5) |
|------------------------------------|------------|---------------------------------|
| Demografisch | | |
| Economische | | |
| Sociaal/cultureel/maatschappelijke | | |
| Technologische, | | |
| Ecologische/psychologische | | |
| Politieke/ruimtelijke factoren | | |

Stap 3 (Secundaire risico's: beleggingsobject gerelateerde factoren, zie bijlage VI)

| | | |
|------------------|--|--|
| Leegstand | | |
| Marktrisico | | |
| Inflatierisico | | |
| Debiteurenrisico | | |
| etc | | |

Waardering object (stap 2 en 3)

| | |
|----------------------------|--|
| Totaal | |
| Totaal wegingsfactor 2x | |
| Totaal (waardering object) | |

¹ DESTEP-acroniem: Demografische, Ecologische, Sociaal-maatschappelijke, Technologische, Economische en Politieke factoren, Keeris, 2006.

² Weegfactor: 1 zeer slecht t/m 5 zeer goed.

Het doorlopen van de hierboven genoemde stappen zorgt voor een evidente afweging ten aanzien van het aan te kopen object. Door meerdere objecten te vergelijken (alternatieven) al dan niet in het zelfde gebied is het mogelijke de juiste beslissing - afgewogen beslissing – te maken. Het toekennen van een weegfactor zorgt uiteindelijk voor een risico waardering die ter grondslag ligt aan het te bepalen object. Hoe lager het totaal cijfer is (waardering object) hoe minder risico aanwezig. Uiteraard ligt de uiteindelijke keuze bij de beslisser ofwel particuliere vastgoedbelegger. Hij of zij bepaalt de keuze op basis van de vastgestelde rendement-risicoverhouding.

6 Conclusies & aanbevelingen



In dit laatste hoofdstuk worden conclusies gegeven die tot stand zijn gekomen op basis van de voorgaande hoofdstukken. Vervolgens zullen vier aanbevelingen gedaan worden, voor nader onderzoek.

6.1 Centrale vraagstelling

Onderzocht is hoe het strategisch beslissingsproces van particuliere vastgoedbeleggers verloopt en welke rol een adviseur hierin kan hebben. Het doel van het onderzoek was het verkrijgen van inzicht in de factoren die invloed hebben op het beslissingsgedrag van particuliere vastgoedbeleggers. Met het doel dat Troostwijk Business Real Estate Service als ‘adviseur’ een rol kan vervullen bij het beslissingsproces, zodat zij een deugdelijk serviceadviesproduct kunnen afleveren. Om deze doelstelling te onderzoeken is gebruik gemaakt van een centrale vraagstelling, te weten:

“Hoe verloopt het strategisch beslissingsproces van particuliere vastgoedbeleggers en welke rol kan een adviseur hierin hebben”

Bij het beantwoorden van de centrale vraag zijn bevindingen gevonden met behulp van een theoretische en praktische benadering. De uitwerking van de centrale vraag wordt aan de hand van zes deelvragen inzichtelijk gemaakt. De antwoorden hierop zullen doorgaans direct besproken worden.

1^{ste} vraag : Welke wetenschappelijke theorieën geven inzicht in het beslissingsproces?

Er zijn verscheidene theorieën die inzicht geven in het beslissingsproces, waaronder de besliskunde, traditionele financieringstheorie, behavioral finance, agency theory, particuliere onroerend goedmarkt, theoretische beleggingsproces en consumentengedragmodel. Mijns inziens zijn de belangrijkste theorieën de behavioral finance en het consumentengedragmodel. De behavioral finance gaat er van uit dat de particuliere vastgoedmarkt imperfect is en dat individuen zich irrationeel gedragen.

Vervolgens is er een model ontworpen dat gebaseerd is op de consumentengedragmodel, te weten het strategisch beslissingsmodel. Met behulp van dit model kunnen producten worden ontwikkeld met die informatie, waarmee de irrationele vastgoedbeleggers betere beslissingen nemen.

2^{de} vraag : Wat zijn de beslissingsmomenten van particuliere vastgoedbeleggers?

Dit zijn de eerste drie fasen in het strategisch beslissingsproces, waaronder 1) behoefteherkenning, 2) zoeken naar informatie en 3) evaluatie van alternatieven, deze zijn bepalend bij het nemen van strategische beslissingen, alvorens particuliere vastgoedbeleggers tot het aankopen van vastgoed overgaan (acquisitie). Fase vier betreft de beleving van het vastgoedobject, de ervaring die daaruit voortvloeit wordt meegenomen naar een volgende beslissing (aankoop). Bovendien worden de eerste drie fasen beïnvloed door bepaalde heuristische en anomalieën, te weten: *representativeness*, *overconfidence*, *illusion of control*, *anchoring* en *mental accounting* en dergelijke.

Vervolgens zijn de deelvragen drie en vier beantwoord met behulp van een empirisch onderzoek. Dat door middel van een kwantitatief en kwalitatief onderzoek inzichtelijk is gemaakt.

3^{de} vraag : Welke informatie dienen particuliere vastgoedbeleggers nodig te hebben bij een dergelijk beslissingsmoment?

De benodigde informatie betreft locatieonderzoek, risico-analyse, kostencalculaties en acquisitie. De respondenten zijn bereid deze producten aan te kopen. Bij het aankopen van vastgoed zijn de belangrijkste criteria; locatie, kwaliteit huurder, courantheid, kwaliteit uitstraling van het gebouw, leegstand en lengte huurcontract. Vervolgens worden deze aankopen grotendeels gezamenlijk, op basis van samenwerking (mede-eigenaren) verricht. De handelwijze is grotendeels gebaseerd op gewoonte en ervaring. Sommige handelen zelfs meer naar ervaring dan naar gewoonte. Op basis van hun eerste aankoop van vastgoed geven zij echter ook aan beweegredenen te hebben ten aanzien van de rendementsverwachting en kennis van de vastgoedsector. Uiteraard heeft men ook andere beweegredenen zoals; affiniteit met vastgoed, vermogensvermeerdering, pensioen opbouw en dergelijke. Indien een aanmerkelijk verlies ontstaat, heeft het merendeel last van een bepaalde mate van ongenoegen. Uiteraard gaat het om transacties van aanzienlijke bedragen en heeft men wellicht een emotionele band gekregen met het vastgoed. Als vervolgens het vastgoed op een deugdelijk wijze is verworven spelen op den duur andere belangrijke beweegredenen een rol te weten; locatie, positieve huuropbrengsten/langlopend huurcontract, vastgoedobject past binnen portefeuilleprofiel, rendementsverwachting, gevoelswaarde bij het object en hertaxaties. Deze beweegredenen hebben een cruciale rol tijdens de exploitatiefase van het

vastgoed. Zij bepalen of het vastgoed op den duur wordt aangehouden of moet worden afgestoten.

4^{de} vraag : Op welke wijze gaan particuliere vastgoedbeleggers met de nodige informatie om?

De informatie wordt op de hierna beschreven wijze verwerkt. Elke beslissing is gebaseerd op het intuïtieve vermogen van een persoon – de beslisser - en heeft daarbij een cruciale rol bij het maken van een beslissing. De desbetreffende beslissing is onderhevig aan de reeds eerder genoemde heuristieken en anomalieën. Zij bepalen overduidelijk de uiteindelijke beslissing. Achteraf zullen de gevolgen waarneembaar zijn, dit kan zowel in negatieve als in positieve zin.

5^{de} vraag : Hoe verloopt uiteindelijk het strategisch beslissingsproces van particuliere vastgoedbeleggers, voorafgaand aan de acquisitie?

Het strategisch beslissingsproces in dit onderzoek loopt volgens de drie fasen: behoefteherkenning, zoeken naar informatie en evaluatie van alternatieven. Deze drie fasen zijn afkomstig uit het consumentengedragmodel en zijn tevens de beslissingsmomenten die doorlopen moeten worden voordat de vastgoedbeleggers daadwerkelijk tot het aankopen van vastgoed overgaan. De fasen worden beïnvloed c.q. aangestuurd door bepaalde factoren, deze factoren zijn vervolgens weer onderhevig aan typen gedragingen (heuristieken) dan wel onregelmatigheden (anomalieën). Door het feit dat deze heuristieken en anomalieën inzichtelijk zijn gemaakt, is het mogelijk hier adequaat op te reageren. Helaas is het onmogelijk om perfect gedrag te ontwikkelen en dat op het juiste moment te uiten. Dit wordt veelal bepaald door het rationeel/irrationeel gedrag van particuliere vastgoedbeleggers.

6^{de} vraag : Welke vormen van producten zijn adequaat voor een deugdelijk service-adviesproduct?

De producten locatieonderzoek, risico-analyse, kostencalculaties, acquisitie en uiteraard ook taxaties kunnen door Troostwijk BRES worden aangeboden, zodat particuliere vastgoedbeleggers de juiste afweging kunnen maken. De reeds genoemde heuristieken en anomalieën kunnen worden weggenomen dan wel worden beperkt. Hierdoor wordt het strategisch beslissingsproces rationeler en objectiever. Behalve deze diensten kan Troostwijk BRES met haar kennis en kunde, zorgen voor het vervaardigen van de juiste beslissingen op het juiste moment.

6.2 Aanbevelingen

Uiteraard zijn er voldoende mogelijkheden voor nader onderzoek. Tot op heden zijn er nog aanzienlijk veel aspecten met betrekking tot de markt van particuliere vastgoedbeleggers

onbekend. Bovendien is niet bekend in hoeverre grote vastgoedbeleggers rationeel versus irrationeel handelen. Hieronder zijn vier aanbevelingen omschreven die mogelijk anderszins interessant zijn voor verder onderzoek.

Aanbeveling 1: Op diepgaande wijze inzichtelijk maken welke methodieken c.q. rekenkundige instrumenten een particuliere vastgoedbelegger zoal hanteert.

Aanbeveling 2: Er dient nader onderzoek te worden gedaan naar de totale omvang van particuliere vastgoedbeleggersmarkt.

Aanbeveling 3: Inzichtelijk maken welke filosofie een particuliere vastgoedbelegger voornamelijk hanteert.

Aanbeveling 4: In hoeverre zijn grote vastgoedbeleggers, die een portefeuille omvang hebben van meer dan € 500 miljoen (institutionele beleggers, beursgenoteerde vastgoedfondsen, grote niet-genoteerde vastgoedfondsen) rationeler/irrationele in verhouding tot particuliere vastgoedbeleggers.

Literatuurlijst

Boeken

- Baron, R.A., Byrne, D., & Johnson (1998). *Exploring social psychology*. Bacon & Allyn.
- Berkhout MRE, mr. T.M. (1997). *Risicoanalyse van Vastgoed: Het (proces van) inventariseren en wegen van vastgoedrisico's*. Amsterdam: SVB.
- Boot, A.W.A., en Verheyen, P.A. (1998). *Financiering en Macht*. Deventer : Kluwer Bedrijfsinformatie.
- Buijs, A. dr. Prof. (2003). *Statistiek om mee te werken*. Groningen: Wolters-Noordhoff
- Dam, C. van. & Moerland, P.W. (1974). *Beslissen : Een twintigtal beschouwingen op het terrein van de bedrijfs- en bestuurskunde*. Deventer : Kluwer.
- Dinther, M. van. (1993). *Verstrikt in een web: psychologische achtergronden bij het nemen van investeringsbeslissingen*. Rotterdam.
- Edward Russo, J. & Schoemaker, P.J.H. (1989). *Beslis beter : De kwaliteit van besluitvorming*. Schiedam : Scriptum Books.
- Frijns, J.M.G. (1995). *Risicoprofiel, Risico-management en Marktdynamiek*. Amsterdam : Universiteit van Amsterdam.
- Gool, P. van., Brounen, D., Jager, P. & Weisz, R.M. (2007). *Onroerend goed als belegging*. Groningen | Houten : Wolters-Noordhoff.
- Gool, P. van., Weisz, R. & Wetten, P.G.M. van (1993). *Onroerend goed als belegging*. Culemborg : Stenfert Kroese.
- Gehner, E. (2003). *Risicoanalyse bij projectontwikkeling*. Amsterdam: SUN
- Geltner, D.M., Miller, N.G., Clayton, J. & Eichholt, P. (2007). *Commercial Real Estate Analysis and Investments*. Second Edition. Mason, OH : Thomson-South-Western.
- Have, G.G.M. ten. (2007). *Taxatieleer vastgoed 1*. Groningen | Houten : Wolters-Noordhoff.
- Have, G.G.M. ten. (2007). *Taxatieleer vastgoed 2*. Groningen | Houten : Wolters-Noordhoff.
- Hendriks, C.J.G.M. & Anhamm, C. (2003). *Vastgoedbeleggingen. Deel A*. Deventer : Kluwer.
- Hendriks, C.J.G.M., Muller, F.L.P. & Arissen, J.J.A. (2004). *Vastgoedbeleggingen. Deel B*. Deventer : Kluwer.
- Jones Lang LaSalle, *Vastgoedbeleggingsbeleid (2007), vastgoedbeleggingsbeleid van de Nederlandse institutionele beleggers en vastgoedfondsen*. Amsterdam
- Keeris, W.G. (2001). *Vastgoedbeheer lexicon : begrippen, omschrijving, toelichting*. Groningen : Wolters-Noordhoff.
- Leeflang, P.S.H. (2005). *Metten op markten*. Koninklijke Nederlandse Akademie van Wetenschappen, Amsterdam.
- Oosterwolde, P. (2007). *Besluitvorming & Beïnvloeding bij Verzekeringen*. Twente : Universiteit Twente
- Pars, H. (1987). *Vastgoedbeleggers: de informatie die ze nodig hebben voor de inschatting van de waardeverandering en de bruto huuropbrengst*. Eindhoven : TUE
- Sala, L. (2005). *Risico en rendement van besloten vastgoedbeleggingen*. Groningen: RUG
- Sar, N.L. van der.. (2002). *Aandelenrendementen: ratio en psychologie*. Deventer : Kluwer.
- Shefrin, H. (2000). *Beyond greed and fear; understanding behavioral finance and the psychology of investing*. Boston : Harvard Business School Press.
- Simon, H.A., (1957). *Models of Man: Social and rational*. New York, Wiley
- Stumpel, H. (2002). *Werken met SPSS: van data naar informatie: toetsen en analyses*. Groningen: Wolters Noordhoff
- Troostwijk Makelaars O.G., *Het vastgoedbeleggingsbeleid van de Nederlandse professionele particuliere*

- Beleggers. 2005-2006*
- Troostwijk Makelaars O.G. (2007). *Het vastgoedbeleggingsbeleid van de Nederlandse professionele Particuliere belegger*. Amsterdam
- Von Neumann, J. & Morgenstern, O. (1947). *Theory of Games and economic Behavior*. New York : Wiley
- Weggeman, Prof. Dr. Ir. M.C.D.P en Post, Dr. Ir. G.J.J. (1997) *Organisatieontwerpvariabelen*.
- Wouter, T. (2006). *Style Investing : Behavioral Explanations of Stock Market Anomalies*. Ridderkerk : Offsetdrukkerij Ridderprint.

Artikelen

- Bell, D.E., Raiffa, H. en Tversky, A. (1988). *Decision making. Descriptive, normative and prescriptive interactions*. Cambridge: Cambridge University Press
- Berkhout, T. *Vastgoed waarden onder IFRS*. Property Research Quarterly, december 2005, jaargang 3, nr 4. p. 22-27.
- Bikker, J.A. *Psychologie van de belegger*. Economisch Statistische Berichten, 82e jaargang, nr. 4100, p 68. 2 april 1997.
- Bol, N.J.T. *Het actief managen van het risico-rendementsprofiel voegt waarde toe*. Real Estate Magazine, 2005, nr. 39, blz. 49-51.
- Bol, N.J.T. *Waarden versus taxeren van vastgoed: op weg naar meer transparantie*. Service_magazine, 2003, nr. 3, blz. 12-14.
- Bondt, W.F.M. de. en Thaler, R.H. *Financial Decision making in Markets and Firms: a behavioral Perspective*. in: R. Jarrow, V. Maksimovic en W.T. Ziemba (red). *Finance: handbooks in operations research and management science*. North-Holland, Amsterdam, 1995, blz. 385-410.
- Brouwer, P. de. *Behavioral finance of de psychologie van de belegger*. Vector, september 2001, p. 14-16.
- Dekkers, R. *Particuliere beleggers bijna net zo groot als institutionele beleggers*. Property Research Quarterly, maart 2003, jaargang 2, nr 1. p. 47-48.
- Dinteren, J. van, & Bos, P. *Leegstand op bedrijventerreinen*. Royal Haskoning, Nijmegen, 2007.
- DTZ Zadelhof, *Factsheet kantorenmarkt 2008*. Amsterdam
- Hastenbergh, H.van, Heelsbergen, K. van, Paridaen, R. *Vastgoedmonitor Utrecht 2007*. Gemeente Utrecht, 2007.
- Fisher, K.L. en Statman, M. *The mean-variance-optimization puzzle: security portfolios and food portfolios*. Financial Analysts Journal, 53 (4), blz. 41-50.
- Gool, P. van. & Have, G.G.M. ten. *Luchtbellen in vastgoedwaarderingen door verkeerd gebruik taxatiemethoden?* Property Research Quarterly, 2006, Volume P. 2.
- Hentenaar, R. *Kwart meer inleg in vastgoedcv's*. PropertyNL magazine, april 2007, nr. 52, p. 52-53.
- Hentenaar, R. (2008). *Bloedbad vastgoedcv's blijft uit*. PropertyNL magazine, april 2008, nr. 5, p. 52-53.
- Troostwijk Makelaars O.G. *Het vastgoedbeleggingsbeleid van de Nederlandse professionele particuliere Beleggers. 2005-2007*
- Hirshleifer, D. *Investor psychologie and asset pricing*. Journal of Finance, 2001, blz. 1533-1579.
- Kalse, E. & Schinkel, M. *De crisis maakt het leven lastiger voor ons allemaal*. NRC handelsblad, 3 april 2008, p. 16.
- Keeris, W.G. *Deel 1-moment 0 De Basis voor de waarde van vastgoed : De marginale utility theory*. Real Estate Magazine, nr 48, p.29-35.
- Ministerie van Verkeer en Waterstaat et al. *Risicowaardering, aanvulling op de Leidraad OEI*. december 2004
- Nijmeijer, H. *Snel inzicht in optimale particuliere vastgoedportefeuille*. Property Research Quarterly, September 2007, jaargang 5, nr 3. p. 15-20.
- Petit, B. *Behavioral Real Estate & Direct investing*. afstudeerbundel fac. Bouwkunde, TU Eindhoven, 2007, p. 48 – 49.

- Rietdijk, N., Korteweg, P.J. & Strijkenbosch, M.H. *Thermometer bedrijfsruimten*. NVB, Voorburg, 2007, p 3-12.
- Rijn, R. van. *Beleggen in commercieel onroerend goed: een aantrekkelijk alternatief*. ESB, 26-10-1983. blz. 977-980.
- Shefrin, H. *Behavioral corporate finance*, *Journal of Applied Corporate Finance*. 2001, nr. 3, blz. 113-e.v.
- Statman, M. & Caldwell, D. *Applying Behavioral Finance to Capital Budgeting*. Project terminations. *Journal of Financial Management*, 1987, p. 7-15.
- Spierings, R.C. *Agency theory*. ESB, 3-8-1988, blz. 716-719.
- Tempelaar, F.M. *Bellen blazen over excessieve koersstijgingen en behavioural finance*. MAB, 2006, blz. 180-189.
- Tempelaar, F.M. en Overmeer, J.M. *Behavioral Finance en begrensde rationaliteit; toegepast op het beleggingsmanagement*. MAB, 2000, blz.342-352.
- Thaler, R. *Toward a Positive Theory of Consumer Choice*. *Journal of Economic Behavior and Organization*. 1980, vol. 1, 39-60.
- Vos, A. de. *De onderbuik van de belegger*. *Het Financieel Dagblad*. zaterdag, juni 2007, p.6.
- Vos, G. *Groeiend belang taxaties vraagt om meer kennis*. *Property Research Quarterly*, december 2005, jaargang 3, nr 4. p. 21.
- Wieringa, S. *Onderzoek naar de psychologie van de belegger*. *Financieel-Economisch Magazine*, 1994, vol. 25, afl. 24, pag. 84-85. 1994.

Overige bronnen

- Het ministerie van Volkshuisvesting, Ruimtelijke Ordening & Milieubeheer, (VROM) 2008.
- FGH bank (2008). *Investeren in verandering*: persbericht FGH Vastgoedbericht 2008, op de website van de FGH bank: [http://www.fghbank.nl/NL/newsandtrends/fortheppress/Pages/FGHVastgoedbericht2008 Investereninverandering.aspx](http://www.fghbank.nl/NL/newsandtrends/fortheppress/Pages/FGHVastgoedbericht2008%20Investereninverandering.aspx)
- NVB (2008). *NVB waarschuwt voor al te veel nieuwbouwplannen*. NVB, persbericht 7 januari 2008, op website van de NVB: <http://www.nvb-bouw.nl/list.php?xs=persberichten&view=detail&id=97>
- Heerenstede vastgoed (2008). *Heerenstede Noord CV*. Prospectus. op de website van Heerenstede Vastgoed: <http://www.heerenstede.nl/assets/79020E86-1143-5B72-680D6B29C10F2EBD.pdf>
- Wilgenhaege stedekroon N.V. (2008). Prospectus, op de website van Wilgenhaege stedekroon N.V.: <http://www.wilgenhaege.nl/downloads/files/PROSPECTUS%20Wilgenhaege%20Stedekroon%2015-1-2008%20incl%20JR.pdf>