

De invloed van de karakteristieken van het familiebedrijf op beleggingsbeslissingen van (semi-)professionele particuliere vastgoedbeleggers in Nederland

Een verkennend onderzoek naar de besluitvorming en rendementen van vastgoedbeleggingen van vermogende families in Nederland

Auteur

S.H. (Simon) IJsseldijk

s.ijsseldijk@compact-res.nl

06 41 53 73 88

1^e begeleider: R.M. (Robert) Weisz

2^e begeleider: A.S. (Arnold) Wilts

Onderwijsinstelling

Amsterdam School of Real Estate

Master of Science in Real Estate (MSRE)

Scriptie 2021-2022



**WEGENS VERTROUWELIJKHEID ZIJN ENKELE BIJLAGE'S
MET GOEDKEURING VAN DE ASRE VERBODEN**

De invloed van de karakteristieken van het familiebedrijf op beleggingsbeslissingen van (semi-)professionele particuliere vastgoedbeleggers in Nederland

Een verkennend onderzoek naar de besluitvorming en rendementen van
vastgoedbeleggingen van vermogende families in Nederland

Auteur

S.H. (Simon) IJsseldijk

s.ijsseldijk@compact-res.nl

06 41 53 73 88

1^e begeleider: R.M. (Robert) Weisz

2^e begeleider: A.S. (Arnold) Wilts

Onderwijsinstelling

Amsterdam School of Real Estate

Master of Science in Real Estate (MSRE)

Scriptie 2021-2022



**WEGENS VERTROUWELIJKHEID ZIJN ENKELE BIJLAGE'S
MET GOEDKEURING VAN DE ASRE VERBORGEN**

Voorwoord

Utrecht, januari 2022

Eind 2020 verscheen in het FD een artikel over onderlinge twisten bij familiebedrijven (Smit, 2020). De kern van dit artikel is dat onderlinge discussies, een gebrek aan kennis bij opvolgende generaties en emotioneel handelen bij veel familiebedrijven leidt tot beëindiging of opsplitsing van het bedrijf. De belangrijkste lessen werden geleerd in het overdragen van de macht aan een volgende generatie of het instellen van een externe bestuurder. Juist deze aspecten zijn uniek voor familiebedrijven en van cruciaal belang bij het optimaal presteren hiervan.

Vanuit mijn werk ben ik nauw betrokken bij de vastgoedbeleggingen van een aantal familiebedrijven. Vanaf dag één dat ik hier werkzaam ben hoor ik anekdotes en verhalen over de aspecten die werden genoemd in het FD. Dit maakt dat ik een bijzondere interesse heb in het reilen en zeilen van deze familiebedrijven. Dit heeft ertoe geleid dat ik aan het eind van mijn MSRE-opleiding aan de Amsterdam School of Real Estate mijn scriptieonderwerp heb toegewijd aan dit onderwerp. Hiermee hoop ik ook aanstaand studenten te inspireren om dit onderwerp verder uit te diepen.

In het bijzonder wil ik mijn werkgever, Compact Real Estate Services te Hilversum, bedanken voor de kans die ik heb gekregen om de MSRE te volgen. Hoewel in sommige gevallen de combinatie tussen werk en studie erg pittig is, heb ik alle vrijheid gekregen om het optimale uit de studie te halen.

Vanzelfsprekend gaat mijn dank uit naar alle respondenten, zonder wie deze scriptie niet tot stand had kunnen komen. Daarnaast wil ik mijn scriptiebegeleider Robert Weisz danken voor zijn tips en onuitputtelijke kennis. Robert, hartelijk dank daarvoor!

Tot slot wil ik mijn vriendin Manique bedanken, door jouw hulp en steun heb ik de MSRE de afgelopen jaren kunnen volgen!

Simon IJsseldijk

Management samenvatting

Eind 2020 verscheen in het FD een artikel over onderlinge twisten bij familiebedrijven (Smit, 2020). De kern van dit artikel is dat onderlinge discussies, een gebrek aan kennis bij opvolgende generaties en emotioneel handelen bij veel familiebedrijven leidt tot beëindiging of opsplitsing van het bedrijf. De belangrijkste lessen werden geleerd in het overdragen van de macht aan een volgende generatie of het instellen van een externe bestuurder. Juist deze aspecten zijn uniek voor familiebedrijven en van cruciaal belang bij het optimaal presteren hiervan. Ook in de Nederlandse vastgoedmarkt zijn familiebedrijven actief. Vaak is dit als (ontwikkellende) belegger die met hun familie vermogen beleggen. Deze groep wordt veelal aangeduid met de term family office.

De bestaande academische literatuur biedt in ruime mate inzicht in de optimale samenstelling van vastgoedportefeuilles en het optimale beleggingsbeleid. Tevens geeft de literatuur informatie over gedragswetenschappen zoals behavioral finance en is er onderzoek gedaan naar de gedragingen van particuliere beleggers in Nederland. Voorts zijn diverse onderzoeken uitgevoerd naar de karakteristieken van familiebedrijven. Een combinatie van deze aspecten is, voor zover op het moment van schrijven wordt verondersteld, niet eerder onderzocht. De bestaande academische literatuur geeft dan ook weinig inzicht in de gedragingen, rendementen en portefeuillesamenstellingen van family offices.

Dit onderzoek probeert deze leemte in de literatuur op de te vullen en antwoord te geven op de vraag: **In hoeverre zijn de karakteristieken van een familiebedrijf van invloed op beleggingsbeslissingen van family offices in Nederlands vastgoed en tot welke rendement maken zij met vastgoed?**

In dit verkennende onderzoek is aan de hand van een uitgebreide literatuurstudie, aangevuld met empirisch onderzoek, bestaande uit expertinterviews, getoetst in hoeverre de karakteristieken van een familiebedrijf een rol spelen bij beleggingsbeslissingen van Nederlandse vermogende families. Aanvullend is er op basis van een fictieve, maar maatgevende vastgoedportefeuille voor een family office, een rendementsberekening opgesteld om de rendementen die deze family offices maken te berekenen.

Uit de literatuur blijken een aantal karakteristieken van family offices, welke gerubriceerd worden onder volgende elementen: continuïteit, gemeenschap, verbondenheid, daadkracht, controle en cultuur. Deze karakteristieken van familiebedrijven zijn ook van toepassing op families die hun vermogen gezamenlijk laten beleggen in een family office. Echter, de invloed van deze karakteristieken in relatie tot vastgoedbeleggingen zijn niet eerder inzichtelijk gemaakt.

In het empirisch deel van dit onderzoek heeft een eerste verkenning plaatsgevonden van de karakteristieken in relatie tot het beleggingsbeleid en beleggingsbeslissingen. Hieruit blijkt dat family offices in Nederland wel degelijk de karakteristieken van een familiebedrijf terug laten komen in hun beleggingsbeleid. De belangrijkste kenmerken en conclusies zijn samengevat en weergegeven in de SWOT analyse.

Uit de SWOT analyse blijken een aantal sterktes van family offices. Een van de belangrijkste kenmerken voor het doen van goede, weloverwogen beleggingsbeslissingen is de daadkracht, snelheid en het lange termijn denken waarin zij gevangen zitten. Daarnaast is in dit onderzoek een nieuw inzicht ontstaan rondom het verdienmodel van een family office. Zo is een family office niet afhankelijk van transacties, waardoor zij niet hoeft te handelen en er geen principal-agent probleem ontstaat en medewerkers altijd in het belang van de aandeelhouder werken.

	Positieve factoren	Negatieve factoren
Interne herkomst	Sterktes <ul style="list-style-type: none"> - Daadkracht en snelheid - Cultuur (stabiliteit, verbondenheid, vertrouwen) - Onafhankelijkheid - Lange termijn 	Zwaktes <ul style="list-style-type: none"> - Emotie - Schaal (ivm vermogensintensiviteit vastgoed) - Betrokkenheid familie (emotie, niet deskundig) - Continuïteit bij volgende generaties
Externe herkomst	Kansen <ul style="list-style-type: none"> - Onafhankelijke bestuurder als poortwachter - Familiestatoot - Verankering van o.a. financiële en maatschappelijke doelen - Verdere professionalisering - Samenwerken - Benutten betrokkenheid familie (naam, snelle handelswijze, interne besluitvorming) - Openstellen voor derden (financiering, adviseurs) 	Bedreigingen <ul style="list-style-type: none"> - Omvang vermogen en slagkracht - Beperkte diversificatie (markten, asset classes en vermogensomvang) - Vertrouwen in adviseurs - Te lang aanhouden van een belegging (veroudering portefeuille en niet pakken van kansen) - Langjarig kunnen binden van professionals

Figuur 1: SWOT analyse karakteristieken van familiebedrijf en vastgoedmarkt (eigen illustratie)

De karakteristieken van het familiebedrijf hebben ook negatieve factoren. Zo is in het theoretisch kader reeds aangetoond dat bij particuliere beleggers emotie vaak de overhand neemt van de ratio. Bij family offices speelt dit minder, maar dient men wel te waken voor emotioneel handelen, met name als familie betrokken is bij de dagelijkse gang van zaken. Een andere zwakte is dat bij het overgaan naar volgende generaties de vermogensomvang snel kan afnemen in omvang vanwege verdere opsplitsing. De overgang naar een volgende generatie is dan ook gelijk het belangrijkste moment voor het voortbestaan van een family office en komt gemiddeld iedere 25 tot 30 jaar terug.

Er zijn ook de nodige kansen voor family offices. Uit zowel de theorie als de interviews komt naar voren dat het aanbevelenswaardig is om de familiewaarden en doelen vast te leggen in een familiestatoot. Dit document geeft weer op welke wijze het vermogen beheerd dient te worden. Dit bepaald niet alleen het beleid in het heden, maar met name ook voor de toekomstige generaties. Opvallend genoeg wilde geen van de respondenten aangeven of er een familiestatoot aanwezig is, maar gaven diverse respondenten aan dat dit wel prettig zou zijn omdat het de nodige handvatten geeft voor (medewerkers van) family offices. Daarnaast is er altijd ruimte voor verdere professionalisering, zeker wanneer men het uitgebreide netwerk van de families uitput en de samenwerking met andere partijen zoekt. Tevens kan er worden geconcludeerd dat het openstellen voor derden, zoals banken en adviseurs, kansen biedt om het beleggingsbeleid én rendement te verstevigen.

Tot slot zijn er enkele bedreigingen die een externe herkomst hebben. De belangrijkste bedreiging komt voort uit de overgang naar een volgende generatie. Hierdoor bestaat de kans dat de slagkracht mist om nog in bepaalde asset classes te beleggen vanwege de hoge vermogensintensiviteit van vastgoed. Zeker in de huidige markt zijn bepaalde asset classes duur en is een substantieel vermogen vereist om hierin te beleggen, laat staan om te kunnen diversifiëren. Een voorbeeld hiervan is logistiek vastgoed waarbij een hoge drempel geldt om in te stappen. Een laatste bedreiging is een te beperkte spreiding in de portefeuille, waardoor de portefeuille niet voldoende bestendig is tegen marktontwikkelingen.

Er kan worden geconcludeerd dat de karakteristieken van het familiebedrijf van zeer grote invloed zijn op beleggingsbeslissingen van family offices in Nederlands vastgoed. Daarnaast is er geïllustreerd in voorgaand hoofdstuk dat er niet één vastgoedportefeuille bestaat die typerend is voor alle Nederlandse family offices,

maar dat er in feite vier verschillende portefeuilles zijn die variëren op basis van asset allocatie en financiering. Het resultaat hiervan is dat het rendement, de IRR, van iedere portefeuille verschillend is.

	Asset allocatie: 100% woningen	Asset allocatie: Gemengde portefeuille
Geen financiering	Portefeuille A Financiering: nee Eigen vermogen: € 200 miljoen Belegd vermogen: € 200 miljoen Horizon: 25 jaar IRR: 4,78% Eigen vermogen t=25: € 461 miljoen	Portefeuille B Financiering: nee Eigen vermogen: € 200 miljoen Belegd vermogen: € 200 miljoen Horizon: 25 jaar IRR: 5,41% Eigen vermogen t=25: € 470 miljoen
	Portefeuille C Financiering: ja LTV aanvang: 60% Eigen vermogen: € 200 miljoen Vreemd vermogen: € 300 miljoen Belegd vermogen: € 500 miljoen Horizon: 25 jaar IRR: 7,29% Eigen vermogen t=25: € 820 miljoen	Portefeuille D Financiering: ja LTV aanvang: 60% Eigen vermogen: € 200 miljoen Vreemd vermogen: € 300 miljoen Belegd vermogen: € 500 miljoen Horizon: 25 jaar IRR: 8,20% Eigen vermogen t=25: € 859 miljoen
Wel financiering		

Figuur 2: Verschillende modelportefeuilles van family offices in Nederlands vastgoed (eigen illustratie)

De gerealiseerde rendementen liggen tussen de 4,78% en 8,20% op basis van de gegeven inputvariabelen en aannames zoals omschreven in hoofdstuk 7. Met de aanname dat alle herinvesteringen worden gedaan in woningen is dit rendement zelfs nog aan de lage kant. Zodra herinvesteringen worden gedaan in gemixte portefeuilles loopt het rendement van modelportefeuille D zelfs op naar 9,20% op jaarbasis. De verschillende rendementen hangen samen met de hoeveelheid risico die men bereid is om te nemen, al dan niet door toepassing van financiering of door te beleggen in andere asset classes. Dit blijkt ook uit de uitkomsten in de expertinterviews, waaruit is gebleken dat de doelstelling van iedere family office verschillend is en er een verschil is tussen consolidatie of groei van vermogen.

Al met al geeft dit verkennende onderzoek een interessante inkijk in de gedragingen en rendementen van family offices actief in de Nederlandse vastgoedmarkt. Hoewel dit onderzoek slechts verkennend van aard is biedt het voldoende aanknopingspunten voor toekomstig wetenschappelijk onderzoek. Uit de theorie is gebleken dat de invloed van family offices op de Nederlandse vastgoedmarkt groot is, derhalve verdient het de aanbeveling om meer onderzoek te doen naar zowel de gedragingen als samenstelling van vastgoedportefeuilles van deze belangrijke, stabiele speler op de Nederlandse vastgoedmarkt.

Inhoudsopgave

Voorwoord	3
Management samenvatting	4
Inhoudsopgave.....	7
1 Onderzoeksopzet.....	9
1.1 Aanleiding	9
1.2 Probleemstelling	10
1.3 Relevantie en afbakening	11
1.4 Doelstelling	12
1.5 Hoofdvraag	13
1.6 Deelvragen	13
1.7 Onderzoeksmethode.....	13
1.8 Leeswijzer	14
2 Marktanalyse: De rol van de particuliere belegger in Nederland	15
2.1 Beleggen in vastgoed	15
2.2 Omvang Nederlandse vastgoedmarkt en eigendomsverdeling	15
2.3 Context doelgroep scriptie.....	16
2.4 Conclusie	17
3 Theoretisch kader: Het afwegingskader bij beleggingsbeslissingen	18
3.1 Moderne Portefeuilletheorie en CAPM	18
3.2 Het vierkwadrantenmodel	19
3.3 Behavioral finance	20
3.4 Conclusie	21
4 Theoretisch kader: De karakteristieken van een familiebedrijf	22
4.1 Familiebedrijven, schaal en aantallen	22
4.2 Aandeelhouderschap binnen het familiesysteem.....	23
4.3 Structuur in een family office	24
4.4 De karakteristieken: een verdieping.....	26
4.5 Verwachtingen: Invloed op beleggingsbeslissingen	26
4.6 Conclusie	27
5 Onderzoek: De toepassing van theorieën en kenmerkende karakteristieken bij particuliere beleggers ..	28
5.1 Conceptueel model.....	28
5.2 Datavergaring en analyse	29
5.3 Anonimiteit	30
5.4 Conclusie	30
6 Analyse: De effecten van de toepassing van theorieën en familiebedrijven op beleggingsbeslissingen ...	31
6.1 Representativiteit steekproef	31

6.2	Respondenten	31
6.3	Opvallende constatering.....	33
6.3.1	Context en portefeuille	33
6.3.2	Karakteristieken familiebedrijf	35
6.4	Conclusie	37
7	Analyse: Modelportefeuilles in vastgoed van family offices	38
7.1	Eén modelportefeuille?	38
7.2	Uitgangspunten.....	39
7.3	De resultaten per portefeuille	41
7.4	Conclusie	42
8	Conclusie	43
8.1	Discussie.....	45
8.2	Reflectie	46
9	Literatuurlijst	47
10	Bijlage 1: Vragenlijst Qualtrics.....	50
11	Bijlage 2: Interviewopzet.....	56
12	Bijlage 3: Transcripten interviews.....	58
13	Bijlage 4: Codeboom.....	59
14	Bijlage 5: Toestemming ASRE anonimiteit	60
15	Bijlage 6: Rendementsberekeningen modelportefeuilles	61
15.1	Portefeuille A.....	61
15.1.1	Input & Output	61
15.1.2	Rekensheet	62
15.2	Portefeuille B.....	63
15.2.1	Input & Output	63
15.2.2	Rekensheet	64
15.3	Portefeuille C.....	66
15.3.1	Input & Output	66
15.3.2	Rekensheet	67
15.4	Portefeuille D	68
15.4.1	Input & Output	68
15.4.2	Rekensheet	69

1 Onderzoeksopzet

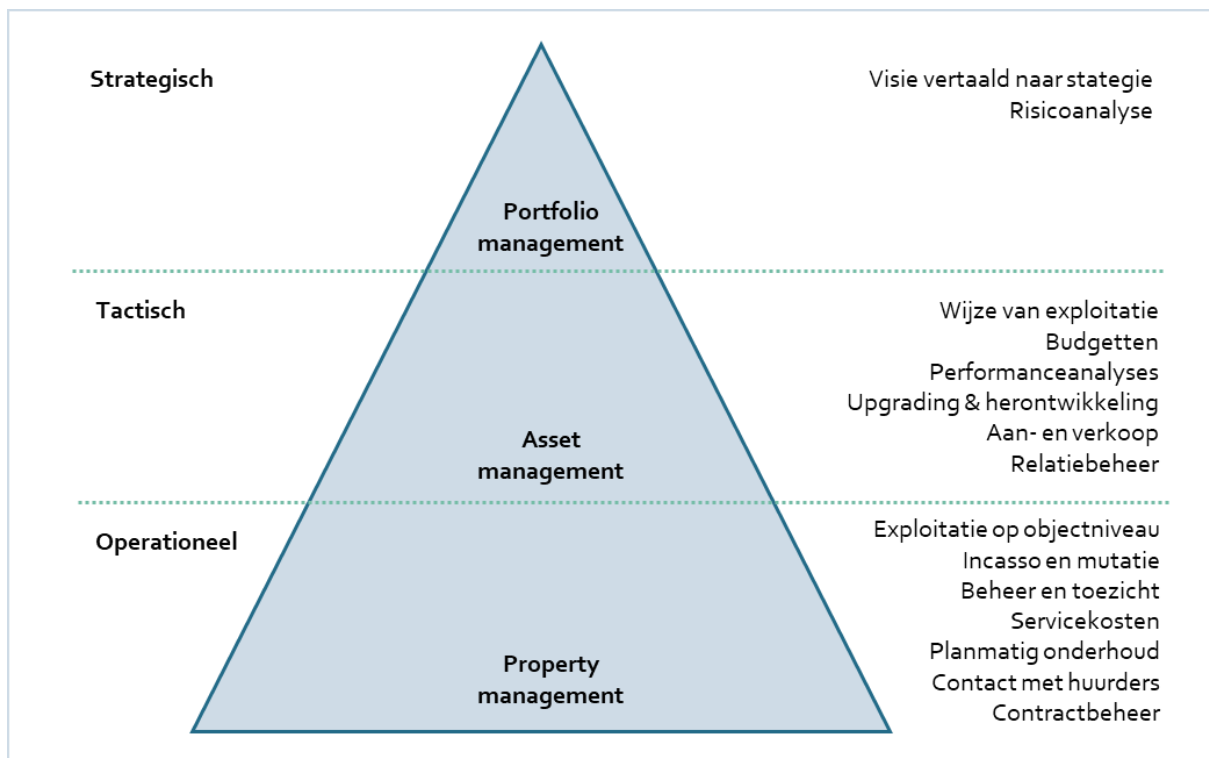
Dit onderzoek tracht bij te dragen aan het geven van meer inzicht in de invloed van de karakteristieken van een familiebedrijf op beleggingsbeslissingen van family offices en de rendementen die zij maken. Doordat er meer inzicht komt in de gedragingen van family offices ontstaat er beter zicht op deze belangrijke en invloedrijke groep beleggers op de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt. De centrale vraag die in dit onderzoek wordt beantwoord is: **In hoeverre zijn de karakteristieken van een familiebedrijf van invloed op beleggingsbeslissingen van family offices in Nederlands vastgoed en tot welke rendement maken zij met vastgoed?**

In dit hoofdstuk wordt een nadere omschrijving over de totstandkoming en aanleiding van het onderzoek, de probleemstelling en onderzoeksmethode gegeven.

1.1 Aanleiding

Op de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt is een breed scala aan beleggers actief. Deze beleggers worden klassiek verdeeld in twee types, namelijk de institutionele belegger en particuliere belegger. Beide types handelen op een eigen wijze en beleggingsdoelstellingen van particuliere beleggers blijken af te wijken van de beleggingsdoelstellingen van institutionele vastgoedbeleggers, waardoor deze groepen verschillend acteren (Van Gool, Jager, Theebe, & Weisz, 2013).

Onderzoek toont dan ook aan dat dé particuliere vastgoedbelegger niet bestaat (Schols, 2013). In de praktijk blijkt er namelijk sprake van een fijnmazig landschap van particuliere beleggers die onder te verdelen zijn in drie categorieën, bepaald aan de mate van professionaliteit. De drie categorieën zijn: niet-professioneel, semiprofessioneel en professioneel (Verhagen, 2017). Deze categorieën zijn gebaseerd op de splitsing van managementniveaus in operationele, strategische en tactische lagen (Van Driel & Van Zuijlen, 2016). De mate van professionaliteit hangt af van het aantal managementniveaus dat van toepassing is in een bepaalde organisatie.



Figuur 3: De drie managementlagen binnen het vastgoedmanagement, eigen bewerking naar (Van Driel & Van Zuijlen, 2016)

Ook over het acteren van de particuliere vastgoedbelegger in Nederland zijn diverse onderzoeken gedaan. Zowel Schols (2013) als Verhagen (2017) concluderen dat particuliere beleggers beperkt rationeel handelen en dat emotie in veel gevallen een belangrijke drijver is in het beleggingsbeleid en beslissingen hieromtrent. Verondersteld kan worden dat de invloed van emotie groter is naarmate de professionaliteit van de belegger of diens organisatie afneemt.

Een aanzienlijk deel van het belegd vermogen van particuliere beleggers is afkomstig van een kleine groep beleggers, veelal betreft dit vermogende families die (een deel van) hun vermogen hebben belegd in vastgoed. Deze groep bepaald voor een groot deel het vastgoedbeleggingsklimaat in Nederland. Er wordt verondersteld dat bij deze vermogende families de specifieke karakteristieken van het familiebedrijf van grote invloed zijn op beleggingsbeslissingen en het beleggingsbeleid. Hoewel er een uitgebreide theorie is over de karakteristieken van familiebedrijven, is er niet eerder onderzoek gedaan naar de invloed van deze karakteristieken op vastgoedbeleggingen en de beslissingen hieromtrent. Dit onderzoek tracht deze leemte op te vullen door te verkennen wat de rol van de karakteristieken van het familiebedrijf is op beleggingsbeslissingen.

Het is hiervoor van belang om de verschillen tussen het familie- en bedrijfssysteem in beeld te hebben. De grootste verschillen tussen deze twee systemen zijn gegeven in tabel 1. Het doel van dit onderzoek is niet om een vergelijking te maken tussen het beleggingsbeleid van particuliere beleggers en institutionele beleggers. Echter is het van belang om de evidente verschillen te doorgronden om de invloed van de karakteristieken van familiebedrijven in perspectief te zetten.

Tabel 1: De verschillen tussen het familie- en bedrijfssysteem (Eigen bewerking naar (Ward, 2004))

Familiesysteem	Bedrijfssysteem
Emotioneel	Rationeel en objectief
Hoofdzakelijk sociaal	Hoofdzakelijk kapitalistisch
Lidmaatschap is permanent	Lidmaatschap is vrijwillig en gebaseerd op keuzes

Naast de in de tabel genoemde zaken blijken een aantal andere karakteristieken denkbaar die een rol spelen bij beleggingsbeslissingen. Vaak lijkt de herkomst van een familievermogen een grote rol te spelen in de huidige portefeuillesamenstelling. Dit in tegenstelling tot institutionele beleggingsfondsen die met een leeg vel papier kunnen starten en aan de hand van een vooraf bepaalde doelstelling een portefeuille opbouwen. Naast de herkomst speelt ook de lange beleggingshorizon en het verplicht doorgeven aan volgende generaties mogelijk een grote rol. Dit kan echter ook een positief effect hebben, immers is in tegenstelling tot commerciële bedrijven de aandeelhouder binnen een familiebedrijf zijn gehele leven betrokken en worden keuzes gemaakt met het oog op de lange termijn. Een duurzaam beleggingsbeleid is dan ook te verwachten, ook al is dit beleggingsbeleid volgens eerder onderzoek meer gebaseerd op emotie dan op ratio.

1.2 Probleemstelling

De bestaande academische literatuur geeft in ruime mate inzicht in de optimale samenstelling van vastgoedportefeuilles en het optimale beleggingsbeleid. Tevens geeft de literatuur informatie over gedragswetenschappen zoals behavioral finance en is er onderzoek gedaan naar de gedragingen van particuliere beleggers in Nederland. Voorts zijn diverse onderzoeken uitgevoerd naar de karakteristieken van familiebedrijven. Een combinatie van deze aspecten is, voor zover op het moment van schrijven wordt verondersteld, niet eerder onderzocht. De academische literatuur geeft dan ook onvoldoende inzicht in de besluitvorming rondom vastgoedbeleggingen van vermogende families en de invloed van het familiebedrijf hierop, laat staan dat de literatuur enig beeld geeft bij portefeuillesamenstellingen en rendementen die zij behalen.

In dit verkennende onderzoek zal aan de hand van een uitgebreide literatuurstudie, aangevuld met empirisch onderzoek, bestaande uit expertinterviews, worden getoetst in hoeverre de karakteristieken van een familiebedrijf een rol spelen bij beleggingsbeslissingen van Nederlandse vermogende families. Aanvullend zal

er op basis van een fictieve, maar maatgevende vastgoedportefeuille voor een family office, een rendementsberekening worden opgesteld om de rendementen die deze family offices maken te berekenen. Het doel van het onderzoek is om inzicht te geven in de mate van invloed van deze karakteristieken alsmede om een beeld te schetsen van de gevolgen voor rendement en portefeuillesamenstelling. Naast deze diagnose zal er, voor zover mogelijk qua tijd en resultaten, worden afgesloten met een aantal praktische tips voor betrokken partijen.

1.3 Relevantie en afbakening

De bouw- en vastgoedsector is van grote invloed op de Nederlandse economie en er is geen andere markt zo kapitaalintensief. Dit maakt dat de vastgoedmarkt een grote maatschappelijke relevantie heeft. Echter kent de vastgoedmarkt ook allerlei marktimperfecties en is er sprake van een gebrek aan transparantie, mede als gevolg van de diversiteit aan partijen die betrokken zijn. Bovendien is de vastgoedmarkt mede vanwege het kapitaalintensieve karakter fraudegevoelig (Berkhout, et al., 2014).

Nederlands vastgoed is in handen van twee groepen beleggers, te weten particuliere beleggers en institutionele beleggers. Met name de afgelopen jaren ontstaat er een negatief beeld rondom particuliere beleggers in de media en publieke opinie. Echter is deze groep met particuliere beleggers erg divers en bestaat de particuliere belegger niet (Schols, 2013). Om toch een duidelijk afgebakende doelgroep te formuleren beperkt dit onderzoek zich tot hen die voldoen aan de elementen zoals schematisch weergegeven in onderstaande figuur.



Figuur 4: Afbakening onderzoeksgroep (eigen illustratie)

Dit onderzoek beperkt zich tot particuliere beleggers, die voldoen aan de vermogensseis zoals die is vastgelegd in de Wet Financieel Toezicht voor Professionele Beleggers (Rijksoverheid, 2020). Deze definitie stelt dat een belegger voldoet aan de term Professionele Belegger mits zij voldoet aan twee van de drie vermogensseisen:

- a. een balanstotaal van ten minste € 20.000.000;
- b. een netto-omzet van ten minste € 40.000.000;
- c. een eigen vermogen van ten minste € 2.000.000.

Vanwege het kapitaalintensieve karakter is het balanstotaal en eigen vermogen zoals gegeven onder sub a en respectievelijk sub c al snel haalbaar voor de beleggers met een wat grotere portefeuille. Binnen de groep die voldoet aan deze vereisten bakent dit onderzoek verder af door te richten op familiebedrijven. Om te voldoen aan de definitie van een familiebedrijf gelden de volgende twee criteria:

- Een meerderheid van de aandelen dient in handen te zijn van de familie;
- Minstens één familielid dient betrokken te zijn bij het bestuur van het beleggingsvehikel (Europese Commissie, 2009).

Tot slot geldt een verdere afbakening die door Verhagen (2017) is opgesteld en een verdere verdieping geeft op de categorisering van Van Driel en Van Zuijlen (2016). Verhagen heeft op basis van het aantal managementlagen particuliere beleggers verder opgedeeld in niet-professionele beleggers, semiprofessionele beleggers en professionele beleggers. Deze drie groepen kenmerken zich door de mate waarop zij onderscheid hebben gemaakt in hun organisatie op operationeel, tactisch en strategisch niveau. Dit onderzoek beperkt zich alleen tot de beleggers die semiprofessioneel en professioneel georganiseerd zijn.

Hoewel academische literatuur de familiebedrijven verder categoriseren in vier types (in 't Veld, 2015), te weten de DGA-onderneming, de familiegeleide onderneming, de familiegecontroleerde onderneming en het familieconsortium, is ervoor gekozen om deze verdere afbakening niet toe te passen. Immers zal door een verdere afkadering de doelgroep mogelijk te beperkt worden. Derhalve zal deze typologie wel worden meegenomen in het empirisch onderzoek.

Partijen die voldoen aan voornoemde criteria zullen voor de eenduidigheid worden aangeduid in dit onderzoek met een veelgebruikte term, te weten: **family offices**.

1.4 Doelstelling

Dit onderzoek tracht bij te dragen aan het geven van meer inzicht in de invloed van de karakteristieken van een familiebedrijf op beleggingsbeslissingen van family offices en de rendementen die zij maken. Doordat er meer inzicht komt in de gedragingen van family offices ontstaat er een beter beeld van deze belangrijke en invloedrijke groep beleggers op de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt. De uitkomsten van dit onderzoek zullen dan ook interessant zijn voor vastgoedprofessionals en betrokken adviseurs, omdat zij inzage krijgen in het gedachtegoed, de beleggingsbeslissingen en de karakteristieken van hun klant. Voor de betrokken familieleden binnen de family offices zal dit onderzoek bijdragen aan een bredere kennis en betere besluitvorming. Voor de wetenschap is deze toegevoegde kennis over family offices en diens karakteristieken van toegevoegde waarde omdat hier tot nu weinig kennis over beschikbaar is. Deze scriptie heeft dus een duidelijke maatschappelijke relevantie als gevolg van de enorme kapitaalintensiviteit en invloed op de economie alsmede een wetenschappelijke relevantie.

1.5 Hoofdvraag

Uit bovenstaande kan de volgende hoofdvraag worden gedestilleerd:

In hoeverre zijn de karakteristieken van een familiebedrijf van invloed op beleggingsbeslissingen van family offices in Nederlands vastgoed en tot welke rendement maken zij met vastgoed?

1.6 Deelvragen

Om tot een gedegen en onderbouwt antwoord te komen tot de hoofdvraag, worden allereerst een vijftal deelvragen beantwoord. Dit betreft:

1. Wat is het algemene profiel van particuliere vastgoedbeleggers en welke rol spelen zij in de Nederlandse vastgoedmarkt? (markt)
2. Wat zegt de theorie over het afwegingskader van een beleggingsbeslissing? (theorie)
3. Welke karakteristieken zijn kenmerkend voor familiebedrijven? (theorie)
4. Welke beleggingskarakteristieken van familiebedrijven zijn terug te vinden in het beleggingsbeleid van family offices? (beschouwend o.b.v. expert interviews)
5. Welke verbanden kunnen worden gelegd tussen de beleggingskarakteristieken van familiebedrijven en het theoretisch afwegingskader? (conclusies o.b.v. analyse en verbanden)
6. Op welke wijze zijn vastgoedportefeuilles van family offices in Nederlands vastgoed samengesteld en welke rendementen maken zij? (modelportefeuilles o.b.v. theorie en expert interviews)

1.7 Onderzoeksmethode

Dit verkennende onderzoek heeft een kwalitatieve insteek. Immers is het verkrijgen van data vrijwel onmogelijk omdat deze niet beschikbaar is en de doelgroep gesloten is. Bij een rondgang onder enkele potentiële respondenten blijkt dat geen van hen data mag of wil delen over hun vastgoedbeleggingsportefeuille. Wel blijkt dat zij bereid zijn om hierover te spreken, mits anonimiteit is gegarandeerd.

Mede vanwege het verkennende karakter van dit onderzoek zullen een aantal diepte-interviews met betrokkenen binnen de family offices – of familieleden zelf – worden afgenomen. Deze diepte-interviews zullen mogelijk leiden tot nieuwe inzichten en geven een aanvulling op de huidige stand van de wetenschap. Om de interviews meer structuur te geven wordt er gekozen voor een gestructureerde methode waarbij de respondenten vooraf een korte vragenlijst invullen. Op basis hiervan wordt er vervolgens een meer toegespitst en gestructureerd interview afgenomen. Aangezien enkele respondenten mogelijk erg gesloten zijn zal het ijs worden gebroken door een aantal open vragen waarin de respondent wordt gevraagd om te vertellen over het ontstaan van de familie en het familiekapitaal. Hierdoor ontstaat een gesprek, waarbij de respondent enthousiast begint te vertellen en de mogelijke barricade verdwijnt om open antwoorden te geven. Naar verachting leidt dit tot betere conclusies.

Een schematische weergave van de onderzoeksmethode is gegeven op de volgende pagina.



Figuur 5: Schematische weergave onderzoeksmethode (eigen illustratie)

1.8 Leeswijzer

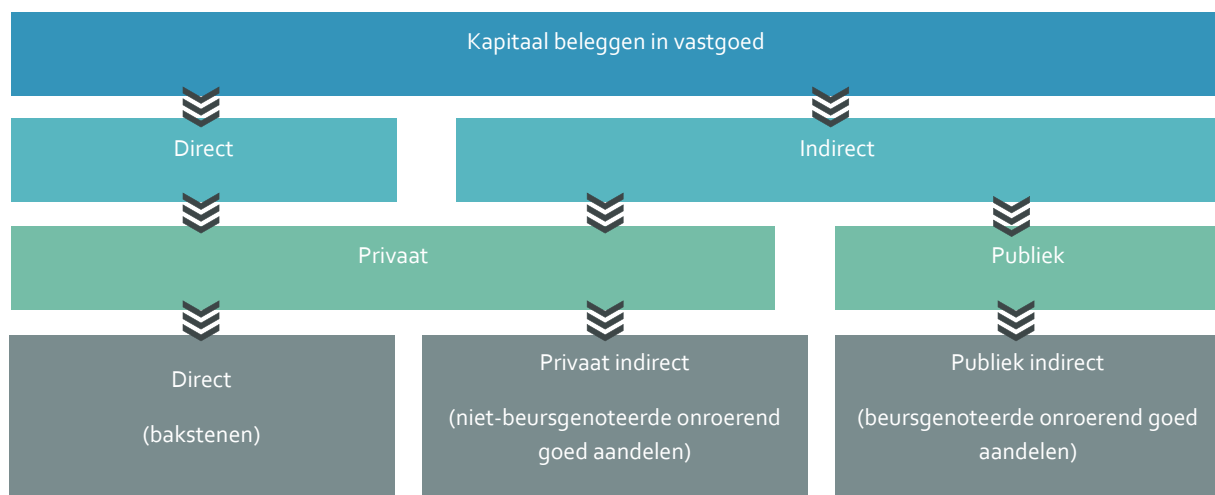
Iedere deelvraag zal worden behandeld in een apart hoofdstuk. Hoofdstuk 2 geeft een omschrijving van de particuliere belegger en diens rol binnen de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt. In hoofdstuk 3 wordt ingegaan op de huidige academische theorieën en opvattingen rondom beleggingsbeslissingen en dit geeft een uitgebreid theoretisch kader met betrekking op gedragstheorie en beleggingstheorie. Deelvraag 3 gaat specifiek over de kenmerkende karakteristieken van familiebedrijven en deze wordt behandeld in hoofdstuk 4. Deelvraag 4 maakt de koppeling tussen theorie en empirie en is gegeven in hoofdstuk 5. Vervolgens wordt de vijfde deelvraag behandeld in hoofdstuk 6, waarin een nadere analyse van de empirisch verkregen resultaten wordt gegeven. Als laatste wordt in hoofdstuk 7 een modelportefeuille gegeven waarin de rendementen en portefeuillesamenstellingen van family offices wordt gegeven. Tot slot volgen de conclusies en aanbevelingen, gevolgd door een kritische reflectie inclusief aanbevelingen voor vervolgonderzoek. Alle in dit onderzoek gebruikte bronnen zijn opgenomen in de literatuurlijst. De interviews zijn omwille van privacy en gevoeligheid bijgevoegd als bijlage en worden niet gepubliceerd.

2 Marktanalyse: De rol van de particuliere belegger in Nederland

In dit hoofdstuk wordt de rol van de particuliere belegger en meer specifiek die van family offices besproken binnen de Nederlandse vastgoedmarkt. Daarmee geeft dit hoofdstuk een antwoord op de eerste deelvraag, te weten: **Wat is het algemene profiel van particuliere vastgoedbeleggers en welke rol spelen zij in de Nederlandse vastgoedmarkt?**

2.1 Beleggen in vastgoed

Beleggen wordt in de literatuur omschreven als “het investeren van geldmiddelen in vermogenstitels anders dan spaarvormen, zoals aandelen, obligaties, onroerend goed en in andere titels, om bepaalde doelstelling en resultaten te realiseren, waaronder beleggingsinkomsten en/of een waardestijging van het vermogen” (Van Gool, Jager, Theebe, & Weisz, 2013, p. 24). Bij een belegging in onroerend goed doet men dit direct, of indirect. Bij een directe belegging is de belegger direct eigenaar van de stenen. Bij een indirecte belegging heeft men geïnvesteerd in aandelen van vastgoedbeleggingsfondsen met onroerende goederen als eigendom. Daarbij kan onderscheid worden gemaakt tussen privaat indirecte aandelen of publiek indirecte aandelen, waarbij het verschil zit in de beursnotering. Een veel gebruikte Engelse term hiervoor zijn listed en non-listed beleggingen. De verschillende beleggingsvormen zijn gegeven in de volgende figuur.



Figuur 6: Overzicht type vastgoedbeleggingen, eigen bewerking naar (Van Gool, Jager, Theebe, & Weisz, 2013)

Particuliere beleggers zijn veelal actief in direct vastgoed en opereren daarbij vaak lokaal of regionaal. Ook zijn zij over het algemeen sterker bij het onroerend goed betrokken (Berkhout & Zwart, 2018). Institutionele beleggers werken doorgaans met grotere vermogens en zijn actiever in indirect vastgoed. De gemiddelde vermogens van een family office liggen hier tussenin, wat maakt dat zij actief zijn in alle drie de categorieën. Het is goed om te beseffen dat de totstandkoming van beleggingsbeslissingen per categorie kunnen verschillen. Dit analyses en conclusies in dit onderzoek hebben voornamelijk betrekking op direct vastgoed, tenzij anders vermeld. Vanwege de wens van family offices om zelf in control te zijn zullen zij voornamelijk direct vastgoed bezitten. Een nadere omschrijving van family offices is gegeven in hoofdstuk 2.3.

2.2 Omvang Nederlandse vastgoedmarkt en eigendomsverdeling

De totale waarde van de Nederlandse vastgoedmarkt in 2020 bedraagt circa 2,58 biljard euro (CBS, 2020). Hiervan bestaat 2,12 biljard uit woningen en 0,46 biljard uit niet-woningen. Het overgrote deel is in handen van particulieren (eigen woning) of partijen als woningcorporaties of de Rijksoverheid. Een deel van deze waarde is vertegenwoordigd in de vastgoedbeleggingsmarkt. Over de exacte omvang van de vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland bestaan slechts schattingen.

Naast de totale omvang is het interessant om de eigendomsverdeling in kaart te brengen. Helaas blijkt deze beperkt inzichtelijk en zijn er slechts (verouderde) schattingen beschikbaar. Uit een gemeenschappelijk onderzoek van de Amsterdam School of Real Estate, DNB en het PBL blijkt dat institutionele beleggers in het derde kwartaal van 2016 circa 75 miljard in belegging hadden (Klapwijk, Nijskens, & Buitelaar, 2017). Dit was destijds slechts 3,8% van de totale vastgoedwaarde. Het deel wat hiervan in handen is van particuliere beleggers is niet inzichtelijk omdat kwalitatief goede en consistente informatie ontbreekt.

MSCI IPD meldt in 2011 dat er op dat moment 89 private investeerders met meer dan 100 miljoen aan vastgoedbeleggingen in Nederland actief waren (Teuben, 2011). Gezamenlijk zouden zij goed zijn voor circa 32 miljard aan vastgoedwaarde. Kleinere beleggers, met een vermogen tot 100 miljoen zouden gezamenlijk goed zijn voor bijna 79 miljard aan beleggingswaarde. Hierbij dient aangemerkt te worden dat een deel hiervan vreemd vermogen is. Exclusief vreemd vermogen zouden particuliere beleggers circa € 55 miljard in eigendom hebben en beleggers met meer dan 100 miljoen circa € 15 miljard aan direct vastgoed. Een duidelijk beeld ontbreekt dus, maar deze cijfers geven wel een beeld van de bedragen die omgaan in de vastgoedsector. Een gedetailleerde uitsplitsing op basis van dit onderzoek is gegeven in tabel 1.

Tabel 1: Vermogen in Nederlands vastgoed in 2011 per type investeerder, in miljoenen, eigen bewerking naar: (Teuben, 2011)

Investerder	Type vastgoedinvestering	Eigen vermogen (in mld.)	Financiering (in mld.)	Totaal (in mld.)
Pensioenfondsen en verzekeraars	<i>Beursgenoteerde fondsen</i>	€ 3	€ 3	€ 6
	<i>Niet genoteerde fondsen</i>	€ 19	€ 7	€ 26
	<i>Directe beleggingen</i>	€ 18	€ 0	€ 18
Private investeerders	<i>Niet genoteerde fondsen</i>	€ 4	€ 10	€ 14
	<i>Directe beleggingen (meer dan 100 mln.)</i>	€ 15	€ 17	€ 32
Buitenlandse beleggers	<i>Beursgenoteerde, niet genoteerd en directe beleggingen</i>	€ 12	€ 9	€ 22
Totale markt professioneel gemanagede vastgoedbeleggingen		€ 72	€ 45	€ 118
Top down benadering (totale vastgoedinvesteringen)		€ 128	€ 69	€ 197
Particuliere vastgoedbeleggers (<100 mln.)		€ 55	€ 24	€ 79

Het is belangrijk om op te merken dat de Nederlandse vastgoedmarkt tussen 2011 en heden is gewijzigd. In 2011 was er sprake van een financiële crisis en nadien zijn de waardes van vastgoed – in zijn algemeenheid – gestegen. Uit cijfers van het CBS blijkt de marktbrede waardeverhoging over deze periode circa 17% te zijn. Verondersteld dat het aantal beleggers ongewijzigd is gebleven en dat de portefeuillesamenstelling een goede steekproef is, zou de totale Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt in omvang zijn gestegen van 197 miljard naar 230 miljard. Deze 230 miljard is 9% van de totale vastgoedvoorraad.

2.3 Context doelgroep scriptie

De doelgroep binnen dit onderzoek betreft family offices, welke voldoen karakteristieken als genoemd in de afbakening van hoofdstuk 1.3. Dit betreft beleggers met meer dan 20 mln. belegd vermogen in vastgoed die door een familie worden gecontroleerd en professioneel zijn gemanaged. Wat het aandeel van deze doelgroep is op de totale markt valt op basis van beschikbare marktinformatie niet exact te bepalen. Wel zijn er door diverse media inschattingen gemaakt van de in vastgoed belegde vermogens van een aantal grotere family offices, welke zijn gegeven in de volgende tabel. Hierin staat het belegd vermogen van deze family offices in Nederlands vastgoed. Hoewel dit een niet volledige lijst betreft en er nog tientallen families zijn met portefeuilles tussen de 100 miljoen en 500 miljoen geeft dit wel een beeld van de vermogens die hiermee gemoeid zijn (Vastgoedmarkt, 2019). Het is dan ook aannemelijk dat deze partijen de vastgoedmarkt wel degelijk beïnvloeden.

Tabel 2: Het geschatte belegd vermogen in Nederlands vastgoed van een aantal family offices, eigen bewerking naar: (Vastgoedmarkt, 2019)

Naam	Family office	Belegd vermogen in NL vastgoed (mln.)
Lesley Bamberger	Kroonenberg Groep	€ 2.000+
Fam. Wessels	Reggeborgh	€ 1.700
Ronny Rosenbaum	RJB Group	€ 1.000+
Fam. Brenninkmeijer	Redevco	€ 400
Fam. Van der Vorm	Vorm Vastgoed	€ 500-1.000
Van Herk	Nagron	€ 500-1.000
F. Zweegers	Breevast	€ 500-1.000
Fam. Blokker	HB Capital	€ 500-1.000
Fam. Stienstra	Metterwoon	€ 500-1.000
Fam. Van Wettum	Newomij	€ 500-1.000
Harry Hilders	Urban Interest	€ 500-1.000

De in vastgoed belegde vermogens van de in tabel 2 genoemde family offices zijn groot en aannemelijk is dat zij de vastgoedmarkt significant beïnvloeden. Hoewel dit onderzoek zich beperkt tot de Nederlandse markt is een vergelijking in internationaal perspectief interessant. Hieruit blijkt dat deze vermogens van in Nederlands vastgoed actieve family offices in het niet valt. Ter illustratie heeft de Chinese vastgoedontwikkelaar Xu Jiayin, als aandeelhouder van Evergrande, ruim 37 miljard dollar in vastgoed geïnvesteerd (Family Capital, 2020). Dit is ruim drie keer zoveel als de in tabel 2 genoemde Nederlandse family offices.

2.4 Conclusie

In dit hoofdstuk is een antwoord gevonden op deelvraag 1. Het blijkt dat de particuliere belegger een grote rol speelt in de Nederlandse Vastgoedmarkt. Hoewel dé particuliere belegger niet bestaat, blijkt dat er een tweedeling is tussen grote particuliere beleggers, veelal georganiseerd als family office en enkele tienduizenden particuliere beleggers. De in vastgoed belegde vermogens lopen dan ook uiteen van duizenden euro's tot honderden miljoenen of meer. Opvallend is dat er maar weinig data beschikbaar is, wat mede het gevolg kan zijn van het handelen van de family offices, die hun vermogens veelal zo structuren dat dit voor een buitenstaander niet te traceren is (FD, 2018).

3 Theoretisch kader: Het afwegingskader bij beleggingsbeslissingen

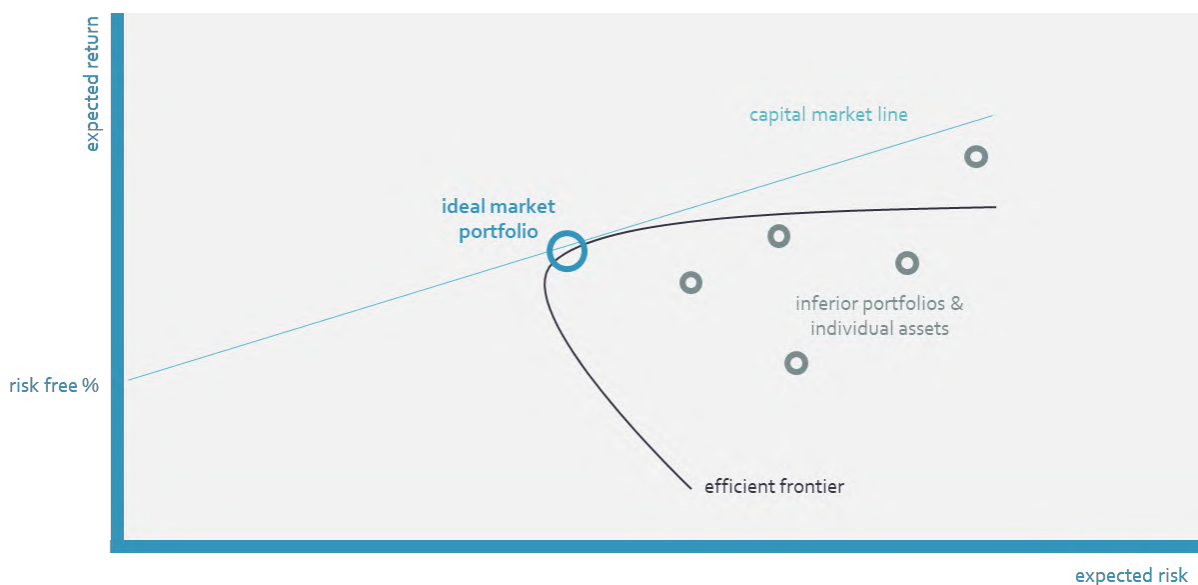
Nu het -zover als mogelijk- inzichtelijk is welke rol family offices spelen in Nederland is het van belang om uit de wetenschappelijke literatuur te destilleren wat er bekend is over beleggingsbeslissingen. Dit hoofdstuk geeft antwoord op deelvraag 2, te weten: **Wat zegt de theorie over het afwegingskader van een beleggingsbeslissing?** De in de theorie het vaakst toegepaste en bekendste theoretische concepten zoals de moderne portefeuille theorie, het Capital Asset Pricing Model, het vierkwadrantenmodel en behavioral finance komen hierbij aan bod.

3.1 Moderne Portefeuilletheorie en CAPM

Elementaire theorieën beleggingstheorieën zijn die van de Moderne Portefeuille Theorie (MPT) en het Capital Asset Pricing Model (CAPM). Beide theorieën vallen terug op kernbegrippen risico en rendement, maar voegen daar ook het element spreiding c.q. diversificatie aan toe. Door spreiding toe te passen wordt het risico verlaagd en geef je invulling aan een bekende uitdrukking als wed niet op één paard. Voor beide theorieën gelden vier uitgangspunten die samen het fundament vormen, te weten:

1. Tijd is geld;
2. Er bestaat een relatie tussen risico en rendement;
3. Stop nooit alle eieren in één mandje;
4. Financiële markten zijn efficiënt (Marquard, 2017).

De MPT is ontwikkeld in de jaren '50 van de vorige eeuw door Markowitz (1952) en gaat er vanuit dat beleggingen zijn opgebouwd uit specifieke risico's en marktrisico's (Van Gool, Jager, Theebe, & Weisz, 2013). Door aanvullende beleggingen toe te voegen aan een portefeuille verlaagd men het specifieke risico behorende bij één belegging. Hierdoor ontstaat een grotere, gespreide portefeuille. Wanneer men een grote portefeuille bezit, met tientallen of honderden beleggingen, wordt dit specifieke risico geminimaliseerd en blijft slechts het marktrisico over. Een voorwaarde hiervoor is wel dat deze beleggingen minimaal met elkaar correleren. Immers zou bij een hoge correlatie tussen de individuele beleggingen een vergelijkbaar specifiek risico worden toegevoegd. De meest optimaal gediversifieerde portefeuille heet de *marktportefeuille* en deze ligt op de zogenaamde *efficient frontier* (Van Gool, Jager, Theebe, & Weisz, 2013). Dit is geïllustreerd in de volgende figuur.



Figuur 7: De moderne portefeuille theorie. Eigen bewerking naar: (Van Gool, Jager, Theebe, & Weisz, 2013)

In de jaren '70 werd het Capital Asset Pricing Model gevonden door Sharpe en Lintner, wat veelal wordt gezien als een nadere uitwerking van de MPT. Het CAPM veronderstelt dat beleggers rationeel handelen en allemaal beschikken over gelijke informatie (Marquard, 2017). Dit leidt ertoe dat – althans in theorie – alle beleggers gelijke portefeuilles opbouwen. Hierdoor is het specifieke risico niet meer interessant en volledig weg gediversifieerd. Daardoor is het interessant om te kijken naar de beweging van een specifieke belegging ten opzichte van de marktportefeuille. Deze beweging ten opzichte van de marktportefeuille wordt in het CAPM uitgedrukt met bèta (β). De gehele formule behorende bij CAPM is als volgt:

$$ER_i = R_f + \beta_i (ER_m - R_f)$$

- ER_i = expected return of investment
- R_f = risk-free rate
- β_i = beta of the investment
- $(ER_m - R_f)$ = market risk premium

Zowel de MPT als het CAPM zijn gebaseerd op een aantal assumpties. Zo geldt er in alle gevallen:

- Iedereen acteert volledig rationeel;
- Iedereen handelt volledig egoïstisch;
- Iedereen bezit volledig informatie (Prast, 2004).

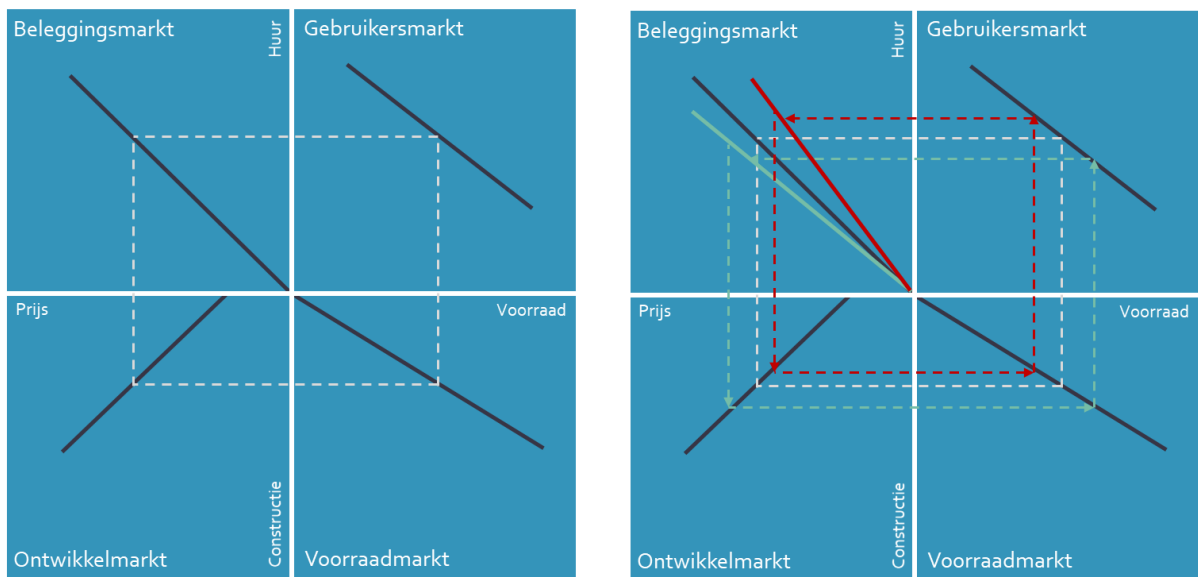
Pas in de jaren '80 werd dit model geïntroduceerd in de vastgoedmarkt (Geltner, 2006). Echter gaan bovenstaande uitgangspunten niet op in de vastgoedmarkt. Zo is de vastgoedmarkt geen perfecte markt, is er geen sprake van gelijke informatie en is het nog maar de vraag of iedere belegger zich rationeel gedraagt (Van Gool, Jager, Theebe, & Weisz, 2013). Met name dit irrationele gedrag is van toepassing op particuliere beleggers en hoogstwaarschijnlijk ook op family offices. Immers heeft eerder onderzoek reeds aangetoond dat particuliere beleggers niet altijd rationaal handelen (Schols, 2013) (Bals, 2016).

Ook blijkt het dat het samenstellen van een optimaal gediversifieerde vastgoedportefeuille erg lastig is vanwege de grote vermogens die hiermee gemoeid zijn. Uit onderzoek blijkt dat pas bij portefeuilles met ruim 200 niet gecorreleerde objecten een optimale diversificatie is aangebracht (Lee, 2019). Gezien de beperkte omvang van in ieder geval de Nederlandse vastgoedmarkt en de enorme hoeveelheid benodigd kapitaal om dit te bereiken zal er in de praktijk dus ook zelden optimaal worden gediversifieerd. Dit is vanzelfsprekend ook afhankelijk van de betreffende deelmarkt waarop men belegt. Voor een gemiddelde family office zou dit betekenen dat een optimale diversificatie dus niet haalbaar is in de meeste asset classes vanwege de vermogensintensiteit.

3.2 Het vierkwadrantenmodel

Dé vastgoedmarkt bestaat niet, maar is een verzameling van allerlei deelmarkten die onderlinge samenhang vertonen (Vlek, Oosterhout, Rust, Berg, & Chaulet, 2018). De vastgoedmarkt is in de wetenschappelijke theorie gedefinieerd in vier deelmarkten, te weten: de gebruikersmarkt, de beleggingsmarkt, de ontwikkelingsmarkt en de voorraadmarkt. Deze markten beschikken ieder over unieke kenmerken. De samenhang tussen de markten en daarop actief zijnde actoren zijn in de wetenschappelijke theorie uiteengezet in het vierkwadrantenmodel van DiPasquale en Wheaton (1996).

De vastgoedmarkt is een cyclische markt. Dit betekent dat er altijd sprake is van een vicieuze cirkel bestaande uit recessie, herstel, expansie en terugval. Beleggers beïnvloeden deze markten en versterken de cyclus als gevolg van gedrag en emotie (Geltner, 2006). Het vierkwadrantenmodel is op alle vastgoedsegmenten van toepassing, maar de effecten kunnen verschillend uitpakken. Bovendien hebben externe factoren zoals fiscale maatregelen grote invloed op markten. Deze externe factoren kunnen voor ieder vastgoedsegment en locatie verschillen in aard en omvang. Een exogene schok op een deelmarkt heeft effect op alle andere deelmarkten. Een exogene schok op de beleggingsmarkt en het daaruit volgende nieuwe equilibrium is gesimuleerd in de volgende figuur.



Figuur 8: Het vierkwadrantenmodel en "een rondje door de klok" bij een verschuiving op de beleggingsmarkt. Eigen bewerking naar: (DiPasquale & Wheaton, 1996)

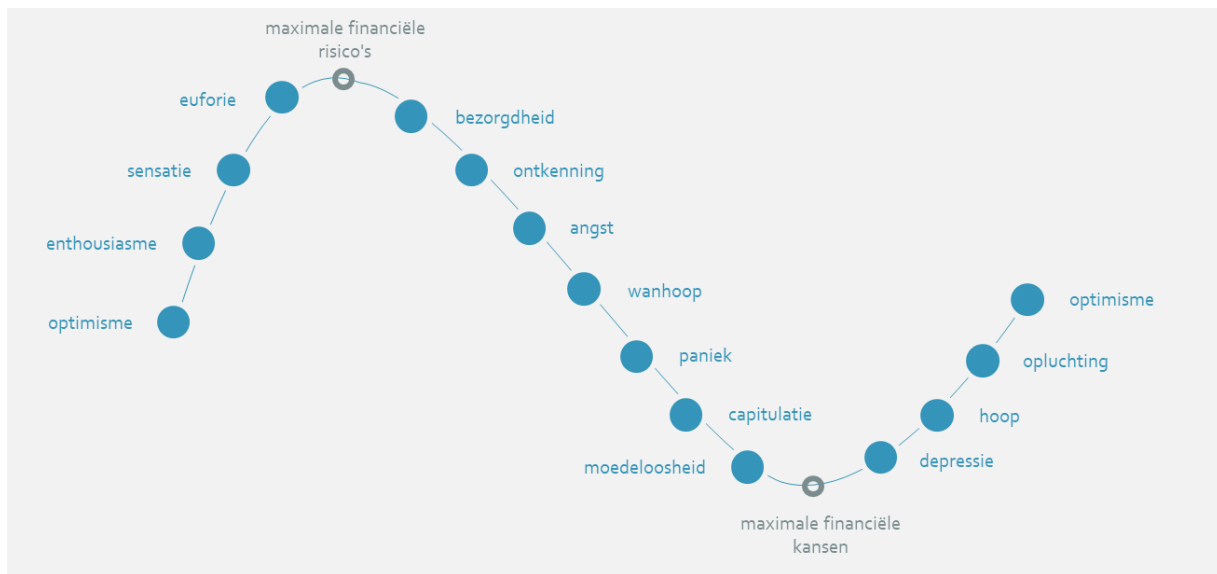
Vanzelfsprekend is het vierkwadrantenmodel slechts een modellering van de realiteit en laat dit model de effecten van één exogene schok zien. Om de effecten aan te tonen is er voor het goede overzicht ook maar 'één rondje' gemaakt door het model. De realiteit zit echter complexer in elkaar en meerdere schokken kunnen tegelijkertijd plaatsvinden in het complexe systeem. Bovendien is de vastgoedmarkt een imperfecte markt die inefficiënt werkt.

3.3 Behavioral finance

De MPT en het CAPM zijn gestoeld op een aantal assumpties welke niet toepasbaar zijn op de vastgoedmarkt. Ook uit het vierkwadrantenmodel is reeds gebleken dat de cyclische vastgoedmarkt wordt beïnvloed door het gedrag van beleggers, sterker nog: zij maken de uitslagen extremer (Geltner, 2006). Als gevolg van deze kritiek op de wetenschappelijke modellen is binnen de wetenschap een stroming ontstaan die focust op de gedragingen van beleggers. Dit wetenschapsgebied wordt aangeduid met de term "behavioral finance" en veronderstelt dat gedragingen niet verklaard kunnen worden door de vigerende theoretische modellen (Prast, 2004). In andere woorden: men bestudeert hoe de psychologie en sociologie van invloed is op finance (Shiller, 2003).

Een sprekend voorbeeld van behavioral finance is het overreageren op gebeurtenissen. Deze overreactie wordt geïllustreerd in de *cycle of market emotions* en is ontstaan na langjarig onderzoek van beurskoersen. Ook op de vastgoedmarkt blijkt deze theorie van toepassing. Hoewel beleggers weten dat winst en verlies onderdeel is van de dagelijkse gang van zaken op de beurs – en dus ook bij beursgenoteerd vastgoed – blijken beleggers toch te overreageren op actuele ontwikkelingen. Investeerdere reageren niet gelijk op winst en verlies en krijgen een goed gevoel bij positieve resultaten, maar een relatief slechter gevoel bij slechte resultaten (Kahneman & Tversky, 1973).

Het gevolg hiervan is dat men irrationeel handelt vanuit een beperkte emotionele intelligentie, persoonlijkheid en impulsiviteit. Beleggers die in staat zijn om juist tegenovergesteld te handelen en te kopen als iedereen in paniek is en te verkopen als er een hosannastemming heerst, zijn in staat om enorme winsten te maken (Ameriks, Wraniak, & Salovey, 2009). Een schematische weergave van de verschillende stadia van emoties zijn gegeven in de volgende figuur.



Figuur 9: Emoties bij een opgaande en neergaande financiële markt. Eigen bewerking naar: (Russel Investments, 2021)

3.4 Conclusie

In dit hoofdstuk is antwoord gegeven op de tweede deelvraag. Het blijkt dat in de wetenschappelijke literatuur uitgebreid onderzoek is gedaan naar het afwegingskader bij beleggingsbeslissingen en diverse concepten en modellen zijn besproken. In hoeverre deze modellen worden ook daadwerkelijk worden toegepast door partijen actief in het Nederlandse vastgoed is onbekend, maar naar verwachting zijn het veelal de grote beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars die hier gebruik van maken. Naar verwachting zullen particuliere beleggers en family offices wel bekend zijn met de modellen, maar deze in de dagelijkse praktijk minder toepassen. Op deze laatste groep is behavioral finance van grote invloed.

4 Theoretisch kader: De karakteristieken van een familiebedrijf

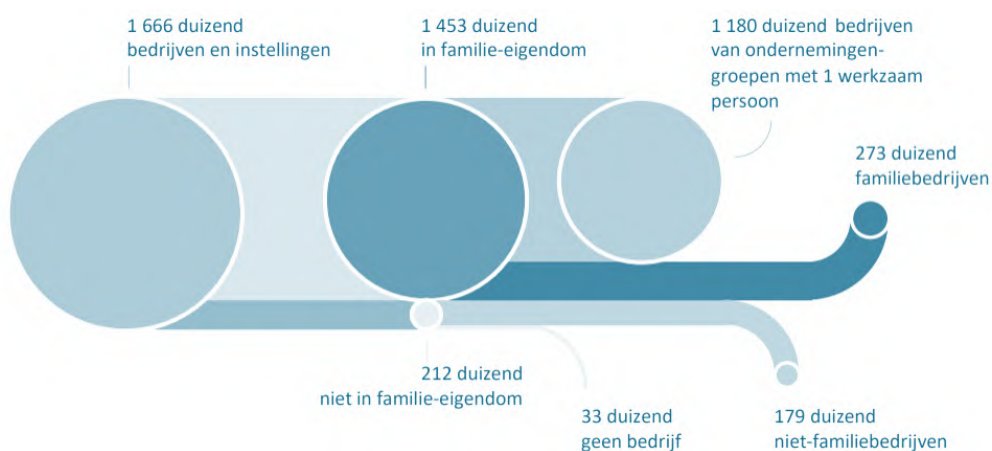
In voorgaande hoofdstukken is de Nederlandse vastgoedmarkt en de wetenschappelijke literatuur rondom beleggingsbeslissingen behandeld. Specifiek voor particuliere beleggers en family offices spelen mogelijk andere factoren een grote rol die kenmerkend zijn voor de aard van het familiebedrijf. De specifieke kenmerken van familiebedrijven worden aan de hand van de theorie in dit hoofdstuk uiteengezet, zodat deze later kunnen worden geïntegreerd in het empirische deel van dit onderzoek. Dit hoofdstuk beperkt zich tot de theorie en geeft antwoord op de vraag: **Welke karakteristieken zijn kenmerkend voor familiebedrijven?**

4.1 Familiebedrijven, schaal en aantallen

Familiebedrijven kennen veelal een lange geschiedenis en worden vaak geroemd om diens stabiliteit en toegevoegde waarde aan de economie. Toch waren familiebedrijven niet altijd even geliefd. Zo werd er in de jaren '50 van de vorige eeuw veelal gesteld dat het erven van eigendommen en het verkrijgen van topfuncties op basis van komaf niet past bij de destijds moderne samenleving (de Jong & Westerhuis, 2015). Ook later, in de jaren '90 speelde deze discussie en werd er gesteld dat familiebedrijven ongeschikt zouden zijn in een geavanceerde, industriële economie (Chandler, 1991). Door het gesloten karakter zou vernieuwing en groei worden afgeremd en de economie worden geschaad. Tegenwoordig worden familiebedrijven veelal juist gezien als persoonlijke, stabiele bedrijven en worden deze kenmerken zelfs gebruikt bij marketingcampagnes (Van der Hulst, 2019).

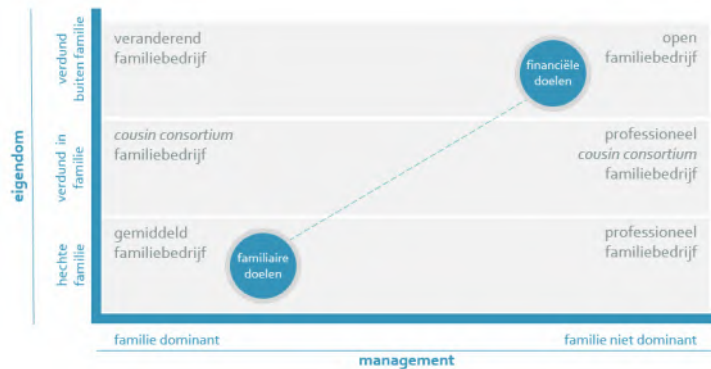
Familiebedrijven zijn er in allerlei vormen en variëren in soort en omvang van een schoenmaker op de hoek tot grote multinationals. Enkele bekende Nederlandse voorbeelden zijn bierbrouwer Heineken, kledingketen C&A en supermarktketen Jumbo. Het CBS hanteert de volgende definitie van een familiebedrijf: *"Een familiebedrijf is een bedrijf, waarbij één familie direct of indirect een meerderheid van zeggenschap heeft (bij beursgenoteerde bedrijven 25 procent). De familie moet formeel betrokken zijn bij het bestuur en het bedrijf moet ook juridisch overdraagbaar zijn"* (CBS, 2020).

Alleen in Nederland waren er per 1 januari 2018 al 273.000 bedrijven die voldeden aan deze definitie (CBS, 2020). Hiervan had 86% 2 tot 10 werkzame personen en circa 18% van deze bedrijven is ouder dan 30 jaar (CBS, 2020). Figuur 8 geeft weer hoe de familiebedrijven in Nederland zijn georganiseerd. Binnen Europa was in 2009 ongeveer 60% van de bedrijven een familiebedrijf (Europese Commissie, 2009). Familiebedrijven van een zodanige omvang dat zij naast het bedrijf ook als beleggingsmaatschappij werken worden veelal aangeduid als family office. Over het algemeen werken bij deze family offices een kleine groep werknemers die samen een groot (familie)kapitaal beheren. Doch is de werkwijze en het gedachtegoed van een family offices niet significant anders dan dat van een regulier familiebedrijven.



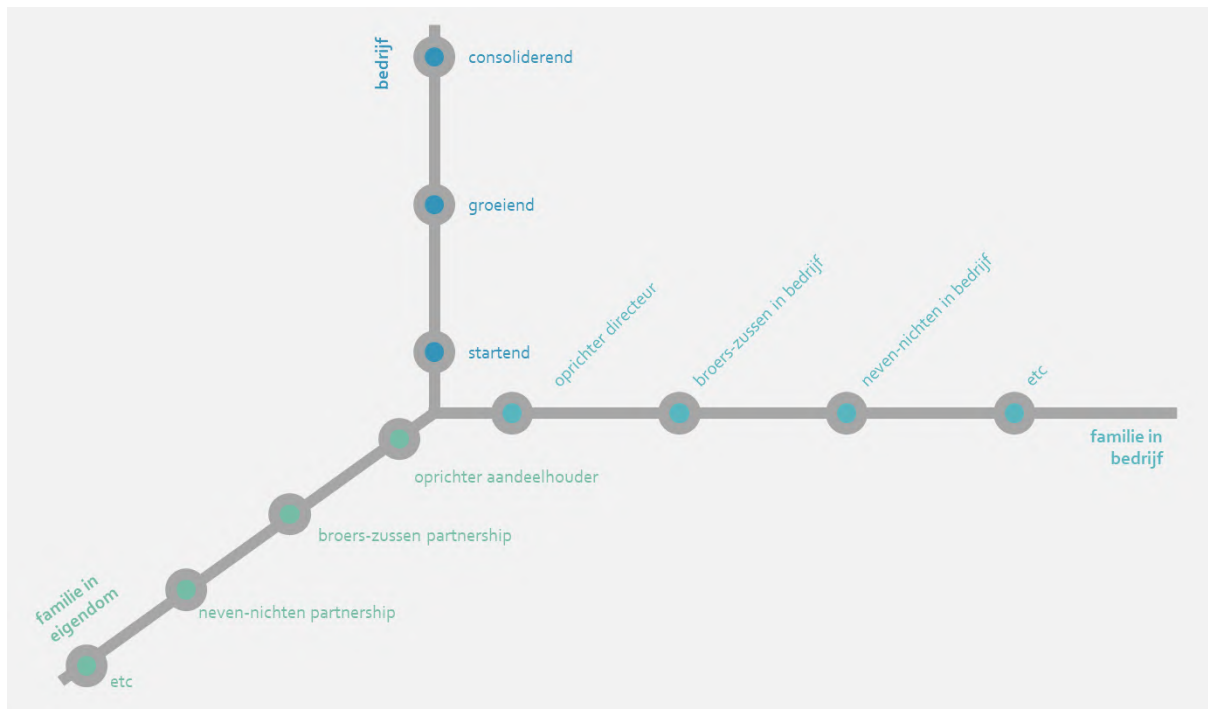
Figuur 10: Aantal bedrijven in Nederland per 1 januari 2018 naar type (CBS, 2020)

Een uitgebreide uiteenzetting van de verschijningsvormen van familiebedrijven wordt gegeven door Westhead en Howorth (2007) en is gevisualiseerd in de figuur hiernaast. Hierbij worden familiebedrijven gerangschikt op basis van management (dominant vs. niet dominante familie) en eigenaarschap (hechte familie vs. verdund eigenaarschap buiten familie).



Een andere wijze om bedrijven, eigendomssituatie en de betrokkenheid van de familie te classificeren is gegeven in de volgende figuur en neemt tevens de rol van de familie binnen het bedrijf mee.

Figuur 11: Conceptuele types van familiebedrijven, eigen bewerking naar: (Westhead & Howorth, 2007)



Figuur 12: Rol van de familie binnen het bedrijf, eigen bewerking naar: (Van Zwolle & Thomassen, 2019)

4.2 Aandeelhouderschap binnen het familiesysteem

Eind 2020 verscheen in het FD een artikel over onderlinge twisten bij familiebedrijven (Smit, 2020). De kern van het verhaal is dat onderlinge discussies, een gebrek aan kennis bij opvolgende generaties en emotioneel handelen bij veel familiebedrijven leidt tot beëindiging of opsplitsing. De belangrijkste lessen werden geleerd in het overdragen van de macht aan een volgende generatie of het instellen van een externe bestuurder. Juist deze aspecten zijn uniek en van cruciaal belang bij het optimaal presteren en vinden haar oorsprong in de balans tussen familie en bedrijf.

Ook de wetenschappelijke literatuur onderschrijft dat waar familie en bedrijf door elkaar lopen, dit zorgt voor verbondenheid en kracht, maar ook voor onduidelijkheid en spanning (Van Zwolle & Thomassen, 2019). Deze elementen zijn gelijk van grote invloed op het familiebedrijf en vallen samen met het aandeelhouderschap. De belangrijkste verschillen tussen aandeelhouders binnen een familiesysteem en aandeelhouders binnen een bedrijfssysteem zijn gegeven in de volgende tabel.

Tabel 2: De verschillen tussen het familie- en bedrijfssysteem (Eigen bewerking naar (Ward, 2004) en (Van Zwolle & Thomassen, 2019))

Familiesysteem	Bedrijfssysteem
Verbonden vanaf geboorte	Toetreding is eigen keuze
Lidmaatschap is permanent	Lidmaatschap is vrijwillig en gebaseerd op keuzes
Emotioneel	Rationeel en objectief
Belonen op basis van gelijkheid	Belonen op basis van prestaties
Hoofdzakelijk sociaal	Hoofdzakelijk kapitalistisch
Behoudend (traditioneel)	Dynamisch (verandering)

Binnen het familiesysteem dient een goede balans te zijn tussen familie en bedrijf. Niet voor niets is governance één van de meeste complexe zaken binnen het familiesysteem (Tervoort, et al., 2017). Ligt de focus teveel op familie, dan gaat dit ten koste van het bedrijf en het omgekeerde is ook waar. Het doel is om familie en bedrijf met elkaar in balans te brengen en dit op een zodanige wijze te structureren dat beide optimaal samenhangen (Thomassen & de Jong, 2003).

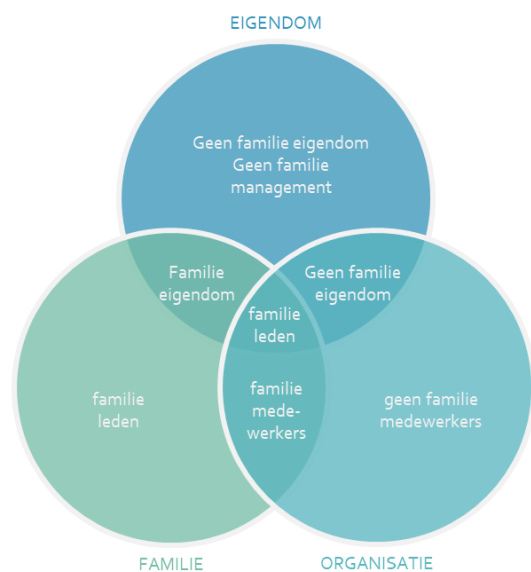
Vanzelfsprekend hangt deze complexiteit af van de omvang van de familie, het vermogen de leeftijd en context waarin men actief is. Zo zouden families die vermogen hebben opgebouwd met vastgoed(ontwikkeling) naarmate zij meer als belegger gaan opereren, tegen nieuwe uitdagingen aan lopen wanneer hun focus verschuift naar het behouden van dit vermogen (Rubin, 2015). Hierdoor ontstaat er bij dergelijke partijen een groeiende behoefte aan structuur en een formele organisatie.

4.3 Structuur in een family office

Om structuur aan te brengen dienen eerst de verschillende belangen en taken binnen een familiebedrijf inzichtelijk zijn. Dit wordt uitgedrukt in drie schijven die onderscheid maken tussen eigenaarschap, familie en bedrijf. Deze schijven vormen op zijn beurt zeven segmenten en worden gevisualiseerd in het driecirkelmodel (Davis & Tagiuri, 1982). Het gaat voor nu te ver om een definitie van de zeven segmenten te geven, maar duidelijk dient te zijn dat elk van de segmenten binnen de drie cirkels andere, of zelfs tegenstrijdige belangen heeft. Deze belangen dienen gemanaged te worden op een zodanige wijze dat er harmonie ontstaat.

Om voornoemde uitdagingen en tegenstrijdigheden op te lossen kunnen families een zogenaamd familiestatuu (ook wel genoemd familieconvenant of familiaal charter) opstellen. Hierin wordt het gedachtegoed en de spelregels vastgelegd die gelden binnen het familiebedrijf. Vaak is de aanleiding hiertoe een bepaalde trigger, zoals het overlijden van een familielid, een zakelijke transactie waardoor er veel vermogen vrijkomt, een verschil in inzicht of een toenemend aantal familieleden (Rubin, 2015).

Het familiestatuu ontstaat idealiter door het voeren van tal van gesprekken binnen de familie, zowel intern als met adviseurs, waardoor er draagvlak voor een breed gedragen familiestatuu ontstaat, wat in aard en omvang kan verschillen (Van Zwolle & Thomassen, 2019). Hierbij is het van belang om een scenario klaar te hebben liggen voor alle toekomstige triggers (grote evenementen) die van invloed zijn op het familiebedrijf (Rubin, 2015). Uit de literatuur blijkt dat de inhoud van een dergelijks statuu veelal bestaat uit een algemeen, filosofisch, strategisch en procedureel deel (Bruel, Geerlings, & van Hamel, 2008).

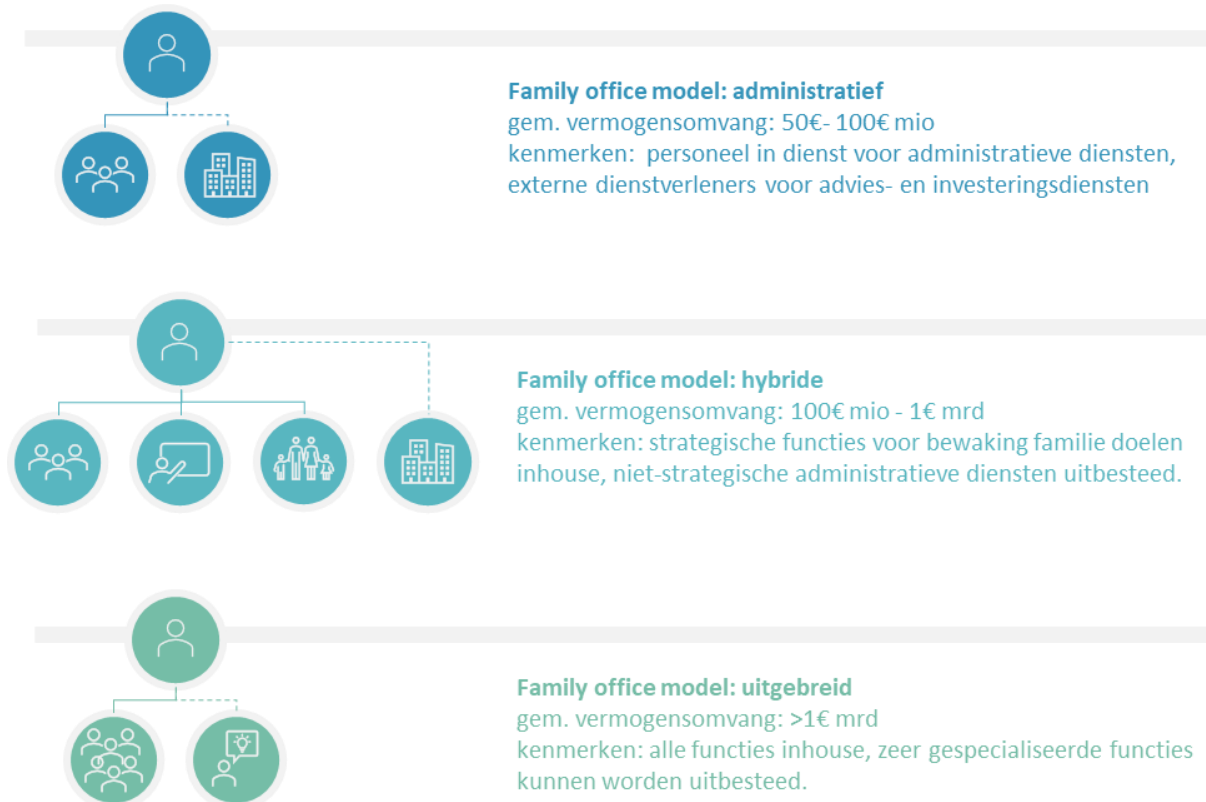


Figuur 13: Het driecirkelmodel van het familiesysteem, eigen bewerking naar: (Davis & Tagiuri, 1982)

Tabel 3: Checklist inhoud familiestatuu, eigen bewerking naar: (Bruel, Geerlings, & van Hamel, 2008)

Algemeen	Filosofisch deel	Strategisch deel	Procedureel deel
Omschrijving familie en bedrijf	Familiewaarden	Eigenaarschap en structuur	Familieraad
Aanleiding	Visie	Zeggenschap	Familievergadering
Definities	Missie	Familieleden binnen het bedrijf	Communicatie
	Doelen	Financiële aangelegenheden	Conflictsituaties

Een dergelijk familiestatuu vormt veelal de basis voor het openen van een family office. Voor een family office zijn verschillende modellen denkbaar, die onder andere afhankelijk zijn van de behoeften, kosten en gewenste controle (PwC, 2018). Ook de omvang van het vermogen speelt hierbij een grote rol vanwege de organisatorische kosten. In de literatuur hanteert men een minimaal gemeenschappelijk familievermogen van 100 miljoen als ondergrens (Rubin, 2015). Toch kan er ook met kleinere vermogens worden gekozen voor het opzetten van een family office, alleen zullen in dat geval de taken beperkter zijn. Om met een vermogen onder de 100 miljoen toch een family office op te richten met uitgebreid takenpakket kan er worden verenigd met andere families. Deze vormen onderscheiden zich als single-family office en multi-family office. Op hoofdlijnen zijn er drie modellen te onderscheiden, welke zijn gevisualiseerd in de volgende figuur (PwC, 2018).



Figuur 14: Family office modellen, eigen bewerking naar: (PwC, 2018)

4.4 De karakteristieken: een verdieping

In de literatuur is veel geschreven over de karakteristieken van familiebedrijven. Zo werd er bij onderzoek naar familiebedrijven in Canada drie succesfactoren van familiebedrijven gevonden, te weten: *continuity, community & connection* (D. Miller, 2008). Deze succesfactoren bleken breder toepasbaar bij familiebedrijven over de gehele wereld, want later onderzoek van o.a. Matser (2010) en Meester (2017) voegde hier uiteindelijk nog drie succesfactoren aan toe, waarmee het aantal karakteristieken uitkomt op: *continuity, community, connection, command, control en culture*.

In Tervoort et al. (2017) worden nog eens een aantal (aanvullende) karakteristieken genoemd die specifiek gelden voor het familiebedrijf. Deze karakteristieken kunnen zowel positieve als negatieve gevolgen hebben. Van deze zes karakteristieken speelt continuïteit mogelijk nog de grootste rol. Dit gaat zelfs zover dat sommige familiebedrijven niet in boekjaren denken, maar in generaties (Leach, 2007).

Tabel 4: Karakteristieken van familiebedrijven, eigen bewerking naar: (D. Miller, 2008) (Matser, 2010) (Meester, 2017) (Tervoort, et al., 2017)

Karakteristiek	Omschrijving
Continuïteit	<ul style="list-style-type: none">▪ Focus op lange termijn▪ Geduldig kapitaal: niet iedere investering hoeft direct iets op te leveren▪ Onvoldoende gekwalificeerde familiemanagers (nepotisme)▪ Spanning tussen bedrijfs- en familiebelangen▪ Opvolging
Gemeenschap	<ul style="list-style-type: none">▪ Betrokkenheid, teamgeest, saamhorigheid en creativiteit▪ Onderling vertrouwen
Verbondenheid	<ul style="list-style-type: none">▪ Lange termijn relaties met werknemers, leveranciers en klanten▪ Voortdurende informele kennisoverdracht
Daadkracht	<ul style="list-style-type: none">▪ Korte lijnen▪ Snelle besluitvorming▪ Durf en originaliteit▪ Onvoldoende kapitaal voor familie en bedrijf
Controle	<ul style="list-style-type: none">▪ Zeggenschap en invloed van de familie▪ Geen c.q. beperkte principal-agentproblematiek
Cultuur	<ul style="list-style-type: none">▪ Familiecultuur▪ Stabiele bedrijfscultuur▪ Rigiditeit

4.5 Verwachtingen: Invloed op beleggingsbeslissingen

Voor beleggingsbeslissingen - al dan niet in het onroerend goed - blijken met name het filosofisch en strategisch deel van het familiestatuuat van grote invloed. Het beleggingsbeleid, inclusief doelen en de mate en wijze waarin men belegd wordt vastgelegd in het filosofisch deel, terwijl de uitvoering hiervan en de uiteindelijke beleggingsbeslissingen met name binnen de strategisch deel vallen. Daarnaast speelt de betrokkenheid en omvang van de familie een grote rol. Voorts kan worden aangenomen dat de wijze van structureren in een family office van grote invloed is. Immers heeft een family office met grote financiële armslag toegang tot een ander type beleggingsproduct dan een family office met een kleiner vermogen. Dit geldt zeker in termen van diversificatie en portefeuillesamenstelling.

Ook lijkt het aannemelijk dat de herkomst van een familievermogen een grote rol te speelt in het gedachtegoed van de familie en de toekomstige portefeuillesamenstelling. Naast de herkomst speelt ook het permanente lidmaatschap van de aandeelhouder een belangrijke rol en draagt dit veelal zorg voor een bijzonder lange beleggingshorizon. Afhankelijk van de structuur van het familievermogen kan het verplicht doorgeven aan volgende generaties van invloed zijn, omdat een familie doorgaans per generatie groter wordt en er meer

aandeelhouders bij betrokken raken. In geval van gesplitste vermogens neemt hierdoor de financiële armslag af, tenzij men investeert in projecten met gedeeld eigendom of indirect vastgoed.

Ook het beperkte gebruik van externe financiering en het denken in generaties in plaats van boekjaren zal hoogstwaarschijnlijk een grote rol spelen bij het beleggingsbeleid. Mede doordat de aandeelhouder in tegenstelling tot commerciële bedrijven levenslang betrokken is en familiebedrijven conservatief gefinancierd zijn neemt de financiële weerbaarheid toe is niet iedere (economische) schok een reden om het roer om te gooien. Dit draagt bij aan een duurzaam beleggingsbeleid.

4.6 Conclusie

Dit hoofdstuk heeft aan de hand van de literatuur een aantal belangrijke karakteristieken gegeven die specifiek gelden voor family offices. Daarmee is een antwoord gegeven op deelvraag 3. Deze karakteristieken zijn uniek voor familiebedrijven en worden veelal vastgelegd, in welke vorm dan ook, in een familiestatoot. Het lijkt voor de hand te liggen dat het familiestatoot van een family office van grote invloed is op het beleggingsbeleid. Ook heeft dit hoofdstuk een groot aantal karakteristieken van familiebedrijven gegeven en de deelvraag beantwoord. In het empirisch onderzoek in de volgende hoofdstukken wordt verder onderzoek gedaan naar de invloed van de karakteristieken op beleggingsbeslissingen.

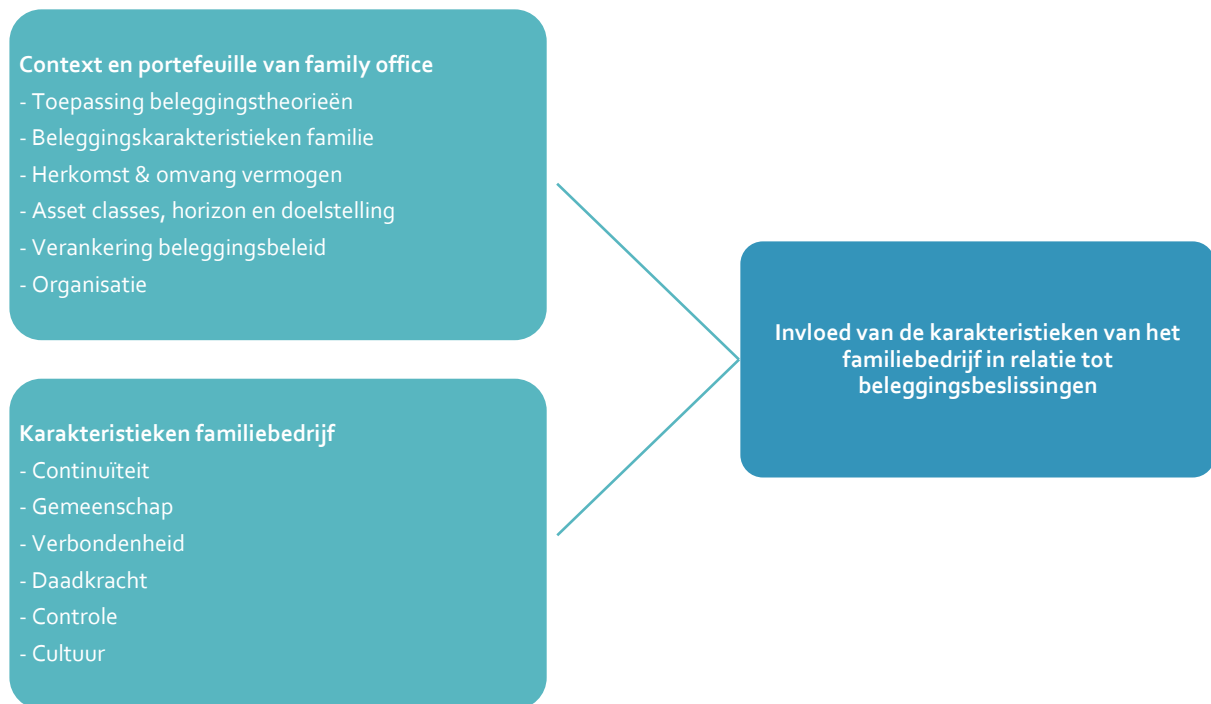
5 Onderzoek: De toepassing van theorieën en kenmerkende karakteristieken bij particuliere beleggers

In de voorgaande hoofdstukken is een duidelijk beeld geschetst van de Nederlandse Vastgoedmarkt en de daarop actief zijnde actoren. Tevens zijn theoretische modellen behandeld die een rol spelen bij beleggingsbeslissingen en zijn in hoofdstuk vier de unieke karakteristieken van een familiebedrijf uitgebreid aan bod gekomen. De drie voorgaande theoretische hoofdstukken vormen samen het theoretisch kader en worden empirisch getoetst in het tweede deel van dit onderzoek.

Het tweede deel van het onderzoek start met dit hoofdstuk, waarin de conclusies van het theoretisch kader worden vertaald naar een passende en werkbare onderzoeksmethode. Voor het opstellen van deze onderzoeksmethode is het van belang om eerst antwoord te geven op de vierde deelvraag, te weten: **Welke beleggingskarakteristieken van familiebedrijven zijn terug te vinden in het beleggingsbeleid van family offices?** Het antwoord op deze deelvraag wordt gevisualiseerd in een conceptueel model, welke de basis vormt van de onderzoeksopzet.

5.1 Conceptueel model

Uit het theoretisch kader blijkt dat er verschillende theorieën van toepassing zijn op de vastgoedmarkt. In het kader van family offices spelen deze theorieën gecombineerd met de karakteristieken van het familiebedrijf een rol op hun beleggingsbeslissingen. De belangrijke wetenschappelijke theorieën zijn de moderne portefeuilletheorie (MPT), het Capital Asset Pricing Model (CAPM) en de invloed van behavioral finance (BF). Vanuit de familiebedrijven gelden ook een aantal karakteristieken, welke zijn geclusterd in zes categorieën. De belangrijkste elementen hieruit worden meegenomen in het conceptueel model, welke onderstaand is gegeven.



Figuur 15: Conceptueel model aan de hand van wetenschappelijke theorieën en karakteristieken van familiebedrijven

5.2 Datavergaring en analyse

Dit verkennende onderzoek is kwalitatief van aard. Het doen van kwantitatief onderzoek is vrijwel onmogelijk door de beperkte beschikbaarheid van data en de geslotenheid van de doelgroep. Voorts past kwantitatief onderzoek niet bij het verkennende karakter van het onderzoek en is er nog geen goede theorie om te toetsen. Voor het opzetten van het kwalitatief onderzoek is gebruikt van Baarda et al. (2018).

Door gebruik te maken van een aantal diepte-interviews met betrokkenen binnen de family offices, zijnde medewerkers of familieleden zelf, ontstaat er ruimte om de toepassing van concepten en karakteristieken te toetsen. Er wordt verwacht dat respondenten bereid zijn te hun beleggingsbeleid toe te lichten, mits absolute anonimiteit is gegarandeerd. Een andere omschrijving van de keuze voor deze groep respondenten is gegeven in hoofdstuk 6.1 en 6.2.

De diepte-interviews zullen hoogstwaarschijnlijk leiden tot bevestiging van bestaande inzichten en mogelijk zelfs tot de ontdekking van nieuwe inzichten. Hiermee geven de diepte-interviews een aanvulling op de huidige stand van de wetenschap. Om de diepte-interviews meer structuur te geven is ervoor gekozen om alle respondenten vooraf een vragenlijst in te laten vullen. De vragenlijst geeft de context van de respondent en de portfeuille van de betreffende family office weer.

De vragenlijst is gegenereerd in de software van Qualtrics en de resultaten hiervan worden in hoofdstuk zes uiteengezet. Hierbij zal veelvuldig gebruik worden gemaakt van tabellen en diagrammen. De diepte-interviews worden bij voorkeur fysiek afgenomen, maar als dat niet mogelijk is vanwege coronamaatregelen zal dit digitaal plaatsvinden via software als Microsoft Teams of Zoom. De interviews worden met toestemming van de respondenten opgenomen door de interviewer zodat deze eenvoudig verwerkt kunnen worden. De vragenlijst uit Qualtrics is toegevoegd in bijlage 1 en de vragenlijst voor de diepte-interviews is gegeven in bijlage 2. De geluidsopnames van de interviews worden vervolgens samenvattend getranscribeerd en als bijlage 3 aan dit onderzoek toegevoegd. De geluidsfragmenten alleen voor de betrokken binnen de ASRE op aanvraag beschikbaar bij de onderzoeken, maar worden alleen in uitzonderlijke gevallen gedeeld. Zie hiervoor ook het kopje anonimiteit onder 5.3.

Er is gekozen om de interviews samenvattend te transcriberen. Hierdoor is het niet nodig om de interviews woordelijk uit te werken en kan de tijd en energie die hiermee gemoeid is worden gebruikt om in de analyse zelf te steken. Belangrijke tekstfragmenten worden wel woord voor woord uitgeschreven en op basis van een aantal codes gerubriceerd. Deze codes labelen de tekst en bundelen op deze wijze de kernelementen van een datasegment (Boeijs, 2010). De te gebruiken codes zijn deductief ontwikkeld, wat wil zeggen dat deze zijn samengesteld op basis van de theorie. Indien uit de interviews nog nieuwe inzichten of categorieën naar voren komen zullen deze inductief worden toegevoegd. Alle codes tezamen vormen een codeboom. Aan de hand hiervan kunnen reacties en uitspraken van respondenten over een bepaald onderwerp eenvoudig worden geanalyseerd. De codeboom vertoont in grote lijnen gelijkheid met de elementen uit het conceptueel model en is gegeven in bijlage 4.

Vanwege het verkennende karakter van dit onderzoek is er gekozen om dat inzichten te vergaren op basis van expertinterviews. Het gevolg hiervan is dat de verbanden en inzichten in dit onderzoek worden gegeven op basis van een klein aantal respondenten. De betrouwbaarheid van het onderzoek is daarmee matig, maar geeft wel in ruime mate verkennende inzichten in de gedragingen van family offices. Vervolgonderzoek zal uiteindelijk moeten leiden tot een grotere validiteit en betrouwbaarheid.

5.3 Anonimiteit

Er is aan alle respondenten de belofte gedaan dat de vergaarde gegevens anoniem worden verwerkt. Dit is tevens opgenomen in de e-mailuitnodiging en nogmaals bevestigd in de vragenlijst en de introductie gedurende het interview. Alle geluidsopnames, transcripten en ingevulde vragenlijsten zijn alleen toegankelijk voor de onderzoeker en de direct betrokkenen vanuit de Amsterdam School of Real Estate (ASRE), waaronder de scriptiebegeleider, tweede lezer, voorzitter van de examencommissie, directie van de ASRE en het NVAO accreditatie comité (ASRE, 2020). In de te publiceren versie van dit onderzoek worden geen transcripten opgenomen. Om herleidbaarheid te minimaliseren worden, mede vanwege het beperkte aantal respondenten, de respondenten niet aangeduid met een nummer. Hiertoe is toestemming gegeven door de examencommissie van de ASRE. Deze toestemming is toegevoegd als bijlage 5.

5.4 Conclusie

In dit hoofdstuk is beschreven op welke wijze het empirische deel van dit onderzoek vorm krijgt aan de hand van een conceptueel model en nadere toelichting over de onderzoeksmethode. Het conceptueel model geeft de belangrijkste concepten uit het theoretisch kader weer en beantwoord daarmee deelvraag vier. Aan de hand hiervan is een vragenlijst en interview opgesteld. Deze wordt afgenomen bij een aantal respondenten die betrokken zijn bij family offices. In het volgende hoofdstuk zal een nadere, uitgebreide analyse van alle resultaten worden gegeven.

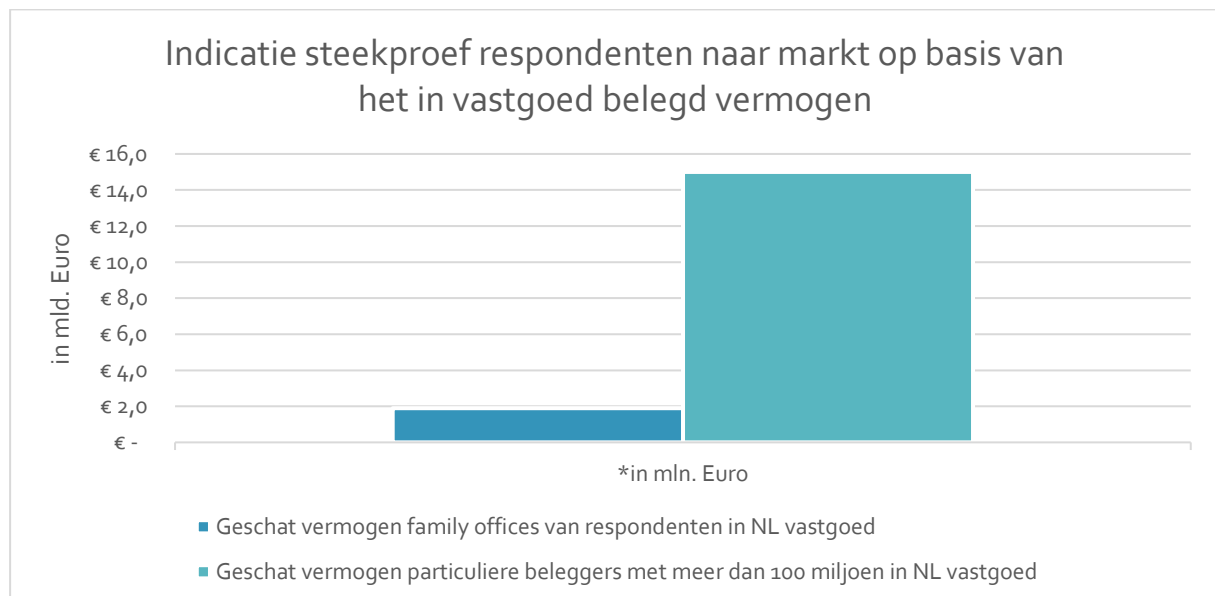
6 Analyse: De effecten van de toepassing van theorieën en familiebedrijven op beleggingsbeslissingen

In hoofdstuk vijf is gegeven op welke wijze kwalitatieve data vergaard wordt aan de hand van een aantal diepte-interviews. Nu er een beeld is ontstaan bij de wijze waarop de diepte-interviews zijn gehouden zal er in dit hoofdstuk allereerst een algemeen beeld worden geschetst over de respondenten. Aansluitend zal er een nadere analyse worden gemaakt welke het antwoord geeft op deelvraag 5, welke luidt: **Welke verbanden kunnen worden gelegd tussen de beleggingskarakteristieken van familiebedrijven en het theoretisch afwegingskader?**

6.1 Representativiteit steekproef

In hoofdstuk 2 bleek al dat er in Nederland circa 89 private investeerders met meer dan 100 miljoen aan vastgoedbeleggingen in actief zijn (Teuben, 2011). Totaal zouden zij circa 32 miljard aan vastgoed bezitten, waarvan 15 miljard eigen vermogen en 17 miljard leningen. Op basis van openbare bronnen, waaronder het kadaster, de kamer van koophandel en eigen inschattingen is het in vastgoed belegd vermogen van de respondenten gezamenlijk circa 1,9 miljard. Hoewel dit een grove inschatting betreft zou dit betekenen dat de respondenten gezamenlijk circa 13% van het totale vermogen uit deze doelgroep vertegenwoordigen. De representativiteit is daarmee redelijk goed.

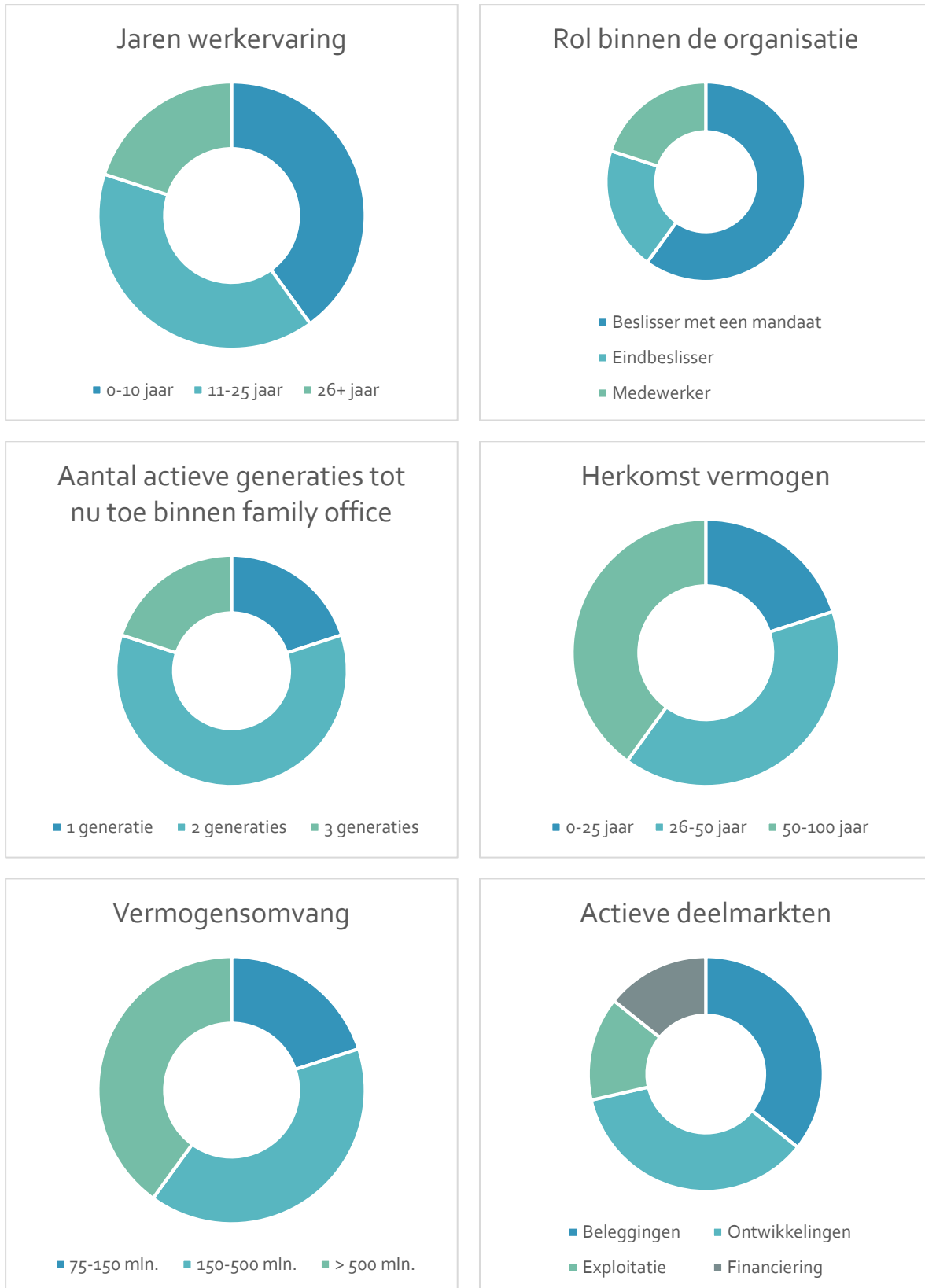
Tabel 5: Weergave van het in vastgoed belegd vermogen vertegenwoordigd door respondenten ten opzichte van het belegd vermogen in NL vastgoed door particuliere beleggers met meer dan 100 mln. Eigen inschatting op basis van openbare registers en (Teuben, 2011)



6.2 Respondenten

In het empirisch onderzoek is gebruik gemaakt van een aantal respondenten. Deze respondenten waren allen werkzaam in een family office of het betrof één van de familieleden zelf. Iedere respondent is verzocht om een vragenlijst in te vullen. De data uit deze vragenlijst is abstract weergegeven in een aantal diagrammen op de volgende pagina. Om herleidbaarheid naar een individu volledig te volkomen zijn de gegevens als deel van het totaal weergegeven. Uit privacy overwegingen worden de namen van de respondenten alsmede de naam van de betrokken family offices niet gegeven.

Tabel 6: Belangrijkste karakteristieken van respondenten en diens family offices



6.3 Opvallende constatering

In deze paragraaf worden de meest opvallende constatering puntsgewijs geanalyseerd aan de hand van het conceptueel model zoals gegeven in de theorie. Hierin zal eerst de theorie en context aan bod komen en daaropvolgend de karakteristieken van het familiebedrijf. Deze analyse wordt waar mogelijk rijkelijk aangevuld met interessante en opvallende quotes. Wegens privacy en vertrouwelijkheid zijn deze quotes geanonimiseerd en verwijzen ze ook niet naar een respondentnummer, omdat de combinatie van verschillende quotes van één respondent zou kunnen leiden tot een vorm van herleidbaarheid.

6.3.1 Context en portefeuille

Toepassing beleggingstheorieën

Uit de diverse interviews blijkt dat meer dan de helft van de respondenten, veelal beslissers binnen de family offices, zich bewust zijn van de algemene (vastgoed)beleggingstheorieën. De respondenten blijken dan ook veelal geschoold in een richting die met vastgoed te maken heeft of hebben over het algemeen ruime ervaring opgedaan binnen de vastgoedbeleggingswereld. Hierdoor kennen zij in ieder geval de uitgangspunten van de bekende beleggingstheorieën.

Uit de theorie blijkt dat veel particuliere vastgoedbeleggers handelen op emotie in plaats van ratio. Bij de respondenten blijkt dat echter anders te liggen. Een groot deel van de respondenten houdt bewust of onbewust rekening met de van toepassing zijnde theorieën, of past deze deels toe als toetsing van het (eigen) beleid. Met name diversificatievereisten en financieringseffecten zijn algemeen bekend en worden op dagelijkse basis toegepast bij allerhande beleggingsbeslissingen. Dit wil echter niet zeggen dat iedere family office gebruik maakt van financiering. Eén van de respondenten geeft aan er juist bewust voor te kiezen om geen financiering toe te passen omdat dit het risico vergroot en er geen toegevoegde waarde voor hen is: *"Waarom zou je optimaliseren door financiering (en daarmee risico) toe te voegen als de huidige (huur)inkomsten groot genoeg zijn om ook komende generaties te laten leven?"*

Ook in termen van diversificatie zijn beleggers zich bewust van de mogelijke risico's in het geval dat zij een homogene portefeuillesamenstelling hebben. Een respondent concludeerde zelf: *"Als onze grootste huurder van wie wij flink afhankelijk zijn niest, dan zijn wij echt heel ziek"*. Hieruit blijkt dat de respondenten, bewust of onbewust, wel degelijk gebruik maken van de diversificatietheorieën als CAPM of MPT.

Beleggingskarakteristieken familie

Alle respondenten zijn zich bewust van hun unieke omgeving en de karakteristieken van familiebedrijven in het algemeen. Zij houden, ieder op eigen wijze, rekening met deze karakteristieken bij het nemen van beleggingsbeslissingen en bij het vormen van het algemene beleid hieromtrent. Eén van de respondenten gaf de interviewer een belangrijk nieuw inzicht door family offices te vergelijken met vermogensbeheerders. Een groot verschil tussen beiden zit in het verdienmodel: *"Vermogensbeheerders verdienen meer zodra zij meer transacties doen en in geval van vastgoed actief aan- en verkopen. Bij (medewerkers van) family offices is dat anders, die hoeven niet te groeien, leven niet van transacties en worden op andere elementen beoordeeld."*

Dat family offices op een geheel eigen wijze te werk gaan bij het maken van beleggingsbeslissingen en een andere visie hebben op de vastgoedmarkt dan institutionele vastgoedbeleggers blijkt ook wel uit hun langetermijnvisie: *"We zitten niet gevangen in korte-termijn denken, maar durven ook wat verder vooruit te kijken en over de generaties heen te kijken. Dit zou overigens iedere belegger moeten doen, familiair of niet"*.

Uit de theorie blijkt dat het verstandig is om de belangrijkste karakteristieken van een family office en het gevolg hiervan op het beleggingsbeleid vast te leggen. Zeker indien er al meerdere generaties betrokken zijn zou dit handvatten geven om de filosofie en afkomst van de familie te borgen. Het vastleggen hiervan kan in een familiestatuuut. Opvallend genoeg heeft geen van de respondenten aangegeven dat er een familiestatuuut is. Het merendeel van de respondenten weigerde deze vraag te beantwoorden omdat het een privéaangelegenheid is of konden de vraag niet beantwoorden omdat zij hier niet direct bij betrokken zijn. Ondanks dat men dit als privéaangelegenheid ziet geven enkele respondenten wel aan dat het hebben van een familiestatuuut zinvol is.

Hoewel vooraf werd aangenomen dat veel family offices samenwerken en ook samen investeren in (indirect) vastgoed kan er op basis van de reactie vanuit de respondenten het tegenovergestelde worden geconcludeerd. Mogelijk heeft deze drang naar zelfstandigheid met name te maken met de omvang van het vermogen, waarbij samenwerken niet altijd noodzakelijk is. Eén van de respondenten verteld: *"Bij indirecte beleggingen dient er altijd rekening te worden gehouden met medeaandeelhouders, dat ervaren wij als minder prettig, want we zijn liever zelf volledig aan zet."*

Wel zijn de respondenten zich bewust van eventuele voordelen van samenwerkingen: *"Met het vermogen binnen één fonds heb je meer slagkracht en zou er veel meer groei mogelijk zijn"*. Ook is het actief samenwerken met gelijkgestemde partijen veel leuker, maar overwint de ratio duidelijk van de emotie en de wil om samen te werken: *"Op basis van gelijke voorwaarden is het natuurlijk leuker om te verkopen aan iemand die in hetzelfde netwerk zit, maar dat is geen must"*.

Verder is het opvallend dat alle geïnterviewde family offices betrokken zijn bij goede doelen, filantropie of op een andere wijze een bijdrage doen aan de maatschappij. Veelal ziet men de beleggingen als een bron om iets terug te doen voor de maatschappij. Ieder vult dit op een geheel unieke wijze in. Eén van de respondenten gaat zelfs zover door te stellen dat zij bij alle beleggingsbeslissingen het maatschappelijk effect meenemen: *"Het hoogste doel binnen onze family office is maatschappelijk én financieel rendement. Niet alles wat wij doen komt voort uit een economische rationaliteit."*

Herkomst & omvang vermogen

Als we kijken naar de herkomst en omvang van het vermogen van de family office dan blijkt dit van grote invloed te zijn op het beleggingsbeleid. De jonge family offices, met vaak een actieve eerste generatie die zelf vermogen heeft opgebouwd lijken op een andere wijze te beleggen dan de oudere, meer gesettelde family offices. Het verschil zit dan met name in de mate van ondernemerschap versus het (passief) beleggen. Een van de respondenten typeert dit verschil tussen het zijn van een belegger of ondernemende investeerder als: *"De mate van ondernemerschap binnen onze organisatie maakt dat wij geen typische family office zijn. Wij beleggen niet, maar investeren, zijn zelf actief aandeelhouder en willen altijd iets creëren."*

Jonge family offices zijn over het algemeen actiever, terwijl tweede of derde generatie family offices vaak veranderd zijn in een meer passieve belegger. Het aantal respondenten is echter te laag om hier een harde lijn in te trekken. Dit fenomeen, waarbij een ondernemende familie langzaam wijzigt naar een beleggende familie kan mogelijk verklaard worden door een gebrek aan interesse bij opvolgende generaties. Niet iedere volgende generatie heeft interesse in het actief ondernemen of beleggen in onder andere vastgoed. Puur het feit dat iemand is geboren binnen een vermogende familie wil niet zeggen dat zij ondernemers zijn of interesse hebben in het actief beheren van het vermogen. Zij die deze interesse niet hebben dragen echter wel de levenslange zorg om hun familievermogen zorgvuldig te (laten) beheren. Het is dan ook niet uitgesloten dat familieleden dit als een enorme, ongewenste druk ervaren. Een respondent verwoordt deze druk als volgt: *"Familieleden hebben er niet voor gekozen om een dergelijk vermogen te beheren waarbij zij, continu moeten zoeken naar mensen die ze kunnen vertrouwen en het juiste doen met hun vermogen. Dit geeft een bepaalde onrust."*

Asset classes, horizon en doelstelling

Een belangrijke rode draad die door alle diepte-interviews heen loopt is de combinatie van herkomst van vermogen en de verdeling naar de huidige asset classes. Er is een duidelijke trend waarneembaar waaruit blijkt dat de activiteit waarmee het vermogen is opgebouwd ook na een lange periode nog steeds een favoriete asset class is. Ook dit is een belangrijke toevoeging aan de huidige stand van de wetenschap. Een van de respondenten geeft aan: *"Mede vanwege de herkomst van het vermogen belegt de familie nog steeds graag in woningen. Het beleggen in woningen zit in feite in de genen van de familie"*.

Ook komt in alle interviews duidelijk naar voren dat de beleggingshorizon van iedere belegging relatief lang is. Dit zou het gevolg kunnen zijn van het over de generaties heen kijken. Een andere en aannemelijke uitleg is ook het eerder aangehaalde verdienmodel van vermogensbeheerders, die verdienen aan het aantal transacties die zij doen, terwijl het doen van een transactie geen doel op zich is binnen een family office. *"Wij werken nooit met exit scenario's, in tegenstelling tot andere investeerders."* Dat wil overigens niet zeggen dat partijen nooit handelen, maar hier wordt bij het aankopen van vastgoed simpelweg minder over nagedacht omdat er geen vaste horizon geldt zoals dit bij fondsen wel het geval is.

Verankering beleggingsbeleid

Nu is gebleken dat de meeste family offices een duidelijke voorkeur hebben voor bepaalde asset classes zou je verwachten dat dit ook is vastgelegd. Dit blijkt niet altijd het geval. Zoals eerder vermeld onder het kopje beleggingskarakteristieken heeft geen van de respondenten aangegeven dat er een familiestatuuut is. Een verklaring van een respondent is dat dit mogelijk pas gebeurt zodra de omvang van het familie toeneemt en er discussie ontstaat over de herkomst en doelstelling van het vermogen. De respondent zegt hierover: *"Het vastleggen van familiewaarden ontstaat waarschijnlijk pas na enkele generaties of als een familie uitdijt, niet al bij de overgang naar de tweede of derde generatie."*

Organisatie

Een laatste element dat van grote invloed is op de context en portefeuille is de organisatie en de rol en betrokkenheid van familieleden hierin. Een interessante observatie is dat niet iedere family office actief betrokken familieleden heeft en zij dus ook niet betrokken zijn bij het (dagelijks) bestuur. Niet ieder familielid heeft immers de interesse of kwaliteiten om bij te dragen aan het beheren van het familievermogen: *"Puur het feit dat iemand familielid is hoeft nog niet te betekenen dat diegene weet wat zakelijk goede beslissingen zijn"*.

Het voordeel hiervan is dat emotie over het algemeen een kleinere rol speelt dan bij de kleinere particuliere belegger waarbij de persoon in kwestie wel zelf beslissingen moet nemen. De family offices van de respondenten hebben veelal een hele organisatie opgetuigd om het vermogen op een juiste manier te beheren. Het belang van deze organisatie is groot: *"Het is belangrijk om een onafhankelijke bestuurder te hebben die als poortwachter fungeert."* Deze poortwachter handelt dan op dagelijkse basis in het belang van de familie en houdt hierbij het overzicht.

6.3.2 Karakteristieken familiebedrijf

Continuïteit

De uit de theorie blijkende elementen voor wat betreft continuïteit komen duidelijk naar voren in alle interviews. Een van de respondenten verwoordt dit het best door te stellen dat: *"De rode draad binnen de family office zijn de verschillen in mensen, in familie, en hoe je daar mee omgaat."* Daarbij geldt altijd een focus op lange termijn en stoeit men altijd met opvolging door toekomstige generaties. Dit leidt tot een gezonde spanning tussen de verschillende generaties met bijbehorende discussies die te herleiden zijn tot een conservatief of meer progressief beleid. Een van de respondenten omschrijft de spanning tussen de generaties en vernieuwing als volgt: *"De volgende generatie is het meest ingewikkelde bij het maken van beslissingen in family offices. Bij iedere generatie treden er veranderingen op, precies die veranderingen maken het moeilijk, zowel voor de oude als de nieuwe generatie. Vernieuwing is niet altijd slecht."*

Gemeenschap

Waar de kern van dit onderzoek gaat over beleggingsbeleid blijkt dat het sentiment binnen een family office vaak over hele andere zaken gaat dan geld of beleggingen. Veel gaat over relaties en de unieke verbondenheid tussen aandeelhouders, de vaak langjarig betrokken werknemers en leveranciers. Waar men in de vastgoedwereld vaak praat over markthuren, rendementen of deals, geldt dit niet als standaard gespreksonderwerp binnen de familie en is dit slechts een bijzaak. Een respondent bevestigt dit en stelt: *"Binnen de familie draait het gelukkig om meer dan louter rendement."*

Verbondenheid

Zoals eerder aangegeven is het verschil in beleid en gevoel over de generaties wisselend. Geen enkele generatie lijkt zich zo verbonden te voelen met het familievermogen als de eerste generatie. Een aantal respondenten erkent zelfs dat zij familieleden van vermogende families kennen die de druk om het kapitaal te beheren vaker ervaren als een last dan een lust. Daarbij komt dat het vermogen in veel gevallen blijft groeien met als gevolg dat er een toenemend aantal beleggingsbeslissingen gemaakt moeten worden. Op een wat ludieke wijze typeert een respondent dit besluitvormingsproces in de huidige economische tijd als volgt: *"Vroeger gold het adagium cash is king, tegenwoordig geldt er bij veel vermogende families vaker cash is stress. Want hoe meer vermogen je hebt, hoe meer beleggingskeuzes er gemaakt moeten worden."*

Daadkracht

Private partijen worden veelal geacht daadkrachtiger te zijn dan publieke partijen. Dit geldt ook voor de family offices, die – zo geven alle respondenten aan – snel kunnen schakelen, geen voorbehouden opnemen bij deals en cash klaar hebben staan om binnen heel korte termijn te schakelen. Dit in tegenstelling tot institutionele beleggers. Het is een groot voordeel wanneer het familielid zelf betrokken is en aan tafel zit, waardoor er direct kan worden geschakeld. Deze snelheid doet volgens één van de respondenten echter niet af aan de kwaliteit en professionaliteit: *"Beleggingsbeslissingen worden gemaakt op basis van dezelfde parameters, dezelfde adviezen en dezelfde DD rapportages, alleen snijden we er een paar stappen tussenuit en wachten we niet onnodig op een vergaderdatum van een bepaalde commissie. We slaan dus geen stappen over, maar doorlopen de stappen veel sneller en effectiever"*.

Controle

Daar waar particuliere beleggers volgens de theorie veelal handelen uit emotie in plaats van ratio blijkt dit bij family offices niet het geval. Echter tonen family offices een hoge mate van daadkracht, schakelen zij sneller dan institutionele partijen en is hierbij vertrouwen in mensen, werknemers en leveranciers van groot belang. Ook is er veel vertrouwen nodig, met name in de interne organisatie, omdat er simpelweg veel privéaangelegenheden spelen in een family office. Men wil deze privéaangelegenheden graag privé houden en er alles aan doen om te voorkomen dat dit op straat komt te liggen. Een van de respondenten stelt hierover: *"Vertrouwen is binnen family office nog belangrijker dan bij een commerciële partij, mede door de privéaangelegenheden die je ook voorbij ziet komen."*

Doordat er zoveel vertrouwen nodig is zijn medewerkers vaak langjarig betrokken en kennen zij de handelswijze van de familieleden door en door. Dit vereist mogelijk ook een ander type werknemer, waarbij loyaliteit, discretie en betrouwbaarheid op één staan. Dit zijn niet direct de eigenschappen die men zou linken aan iedere willekeurige vastgoedprofessional. Daarnaast dienen ook de medewerkers ook een gezonde dosis empathie te hebben om op het snijvlak van vastgoedbeleggingen en familiezaken te opereren. Een respondent omschrijft dit verschil als volgt: *"Familieperikelen laten zich anders vangen dan een bak stenen"*.

Een ander belangrijk element van het houden van controle is de afscherming van het vermogen voor de buitenwereld. Hierin lijkt een tweedeling zichtbaar, in ieder geval onder de respondenten, waarvan ongeveer de helft een website heeft en de andere helft voor de buitenwereld onvindbaar is – jaarrekening en dergelijke via openbare bronnen uitgesloten. Deze geslotenheid wordt door een respondent als volgt verwoord: *"De familie is gesloten en treedt niet graag naar buiten, je zou kunnen stellen dat zij in feite niet van hun eigen bestaan willen afweten"*. Dit staat haaks op een andere respondent, die niet meer geloofd in anonimiteit en zich ook daadwerkelijk open en transparant naar de buitenwereld toont: *"Anno 2021 denken dat je een vermogen kan afschermen voor de buitenwereld is naïef. En waarom zou je het doen? Er is niets spannends aan, hou het simpel, betaal je belasting en wees transparant."* Deze transparantie zal de komende jaren ook verder worden afgedwongen, onder andere door strengere regelgeving welke is ingegeven door anti-witwasrichtlijnen en de verplichting om te registreren in het UBO-register.

Cultuur

Wellicht het meest belangrijke kenmerk van een familiebedrijf is de specifiek daar heersende cultuur. De voorgaande kopjes hebben al een groot deel van deze cultuur weergegeven en aangetoond dat verbondenheid, vertrouwen en daadkracht belangrijke kenmerken zijn. Het belangrijkste element wat nog niet genoemd is de emotie, (interne) samenwerking en het plezier dat veel family offices hebben in hetgeen zij doen. Zo geeft het vermogen, of dat nou zelf is opgebouwd of reeds door eerdere generaties is opgebouwd niet alleen in privé allerlei mogelijkheden, ook geeft het de mogelijkheid om te investeren in markten die interessant worden gevonden en kan er door inzet van dit vermogen, het netwerk of de familienaam het verschil worden gemaakt bij bepaalde maatschappelijke doelen of innovaties. De interesses van een familie zie je ook vaak terug in de portefeuillesamenstelling. Eén van de respondenten zegt hierover: *"De familie doet graag wat zij leuk en interessant vinden en dit zie je terug in de samenstelling van de portefeuille."*

Hierbij geldt wel dat niet iedereen dezelfde interesses heeft. Een verschil in interesses is geen probleem, maar één van de respondenten geeft terecht aan dat een verschil in belangen binnen een familie wel tot problemen kunnen leiden. De respondent zegt hierover: *"Binnen de familie business moet je elkaar steunen en emoties uitvlakken; dit is weleens lastig op het moment dat belangen binnen de familie niet gelijk zijn. Hoewel je persoonlijk goed met elkaar kan opschieten, hoeft dit in een zakelijke relatie niet altijd zo te zijn."* Deze samenwerking en daaruit vloeiende emotie dienen dan ook altijd te worden gemanaged. De inzet van een neutraal, onafhankelijk bestuur kan hierbij van grote toegevoegde waarde zijn.

6.4 Conclusie

Het voorgaande hoofdstuk heeft op basis van empirisch onderzoek aangetoond in hoeverre de karakteristieken van een familiebedrijf invloed hebben op het beleggingsbeleid. Duidelijk is dat deze karakteristieken van enorme invloed zijn en vaak haaks staan op het karakter van een commercieel bedrijf, zoals in dit geval een institutionele vastgoedbelegger. Ook is aangetoond dat op basis van de respondenten de respondenten wel degelijk op de hoogte zijn van theoretische concepten en deze, bewust of onbewust, wel degelijk toepassen.

Men dient zich ervan bewust te zijn dat enkele concepten zoals opgenomen in het conceptueel model elkaar ook kunnen beïnvloeden. In sommige gevallen kan de beïnvloeding zorgen voor versterking, maar dit kan ook juist leiden tot afremming. Een voorbeeld hiervan is dat de daadkracht van family offices (onbewust) kan leiden tot impulsiviteit en (onbedoelde) beperking van rationaliteit. Anderzijds geldt dat de focus op de lange termijn en behoefte aan stabiliteit de emotionele intelligentie en impulsiviteit juist temperen. Deze onderlinge beïnvloeding kan, afhankelijk van de controle en cultuur binnen een family office worden tegengegaan.

7 Analyse: Modelportefeuilles in vastgoed van family offices

In hoofdstuk zes is op basis van empirisch onderzoek geïllustreerd in hoeverre de karakteristieken van een familiebedrijf invloed hebben op het beleggingsbeleid. Hieruit is gebleken dat deze karakteristieken van grote invloed zijn op het beleggingsbeleid en de portefeuillesamenstelling. Maar hoe ziet een portefeuille van een family office er nou eigenlijk uit? En welke rendementen draaien zij? Dit is tot nu toe een onderbelicht thema in de wetenschappelijke literatuur. Toch is dit vanwege de omvang van het belegd vermogen een interessante stakeholder. Inzicht in de gedragingen, portefeuillesamenstellingen en rendementen van family offices leveren dan ook een interessante toevoeging aan de wetenschap.

In dit hoofdstuk wordt een modelportefeuille samengesteld op basis van de input uit de expertinterviews en de literatuur zoals beschreven in de vorige hoofdstukken. Dit hoofdstuk geeft dan ook antwoord op de vraag: **Op welke wijze zijn vastgoedportefeuilles van family offices in Nederlands vastgoed samengesteld en welke rendementen maken zij?**

7.1 Eén modelportefeuille?

De inleiding insinueert dat er één modelportefeuille is die alle family offices in Nederlands vastgoed hanteren. Uit de expertinterviews blijkt echter dat dit niet het geval is en dat er grofweg twee type portefeuilles van toepassing zijn in termen van asset allocatie. Zo zijn er family offices die alleen in woningen investeren en investeren andere family offices die juist zweren bij gemengde portefeuilles. Daarbij is er een trend waarneembaar dat family offices met gemixte portefeuilles nu ook woningportefeuilles opbouwen en het aandeel woningen (verder) vergroten. Daarnaast is er een groot verschil zichtbaar in de toepassing van financiering. Waar de ene family office financiering verafschuwt en vooral geen pottenkijkers wenst, is de andere family office juist het rendement juist aan het verhogen door gebruik te maken van vreemd vermogen. Hierin zijn de karakteristieken van het familiebedrijf zoals controle en cultuur duidelijk zichtbaar. Een andere belangrijke conclusie uit voorgaand hoofdstuk is dat family offices niet werken met een vaste exit en in principe niet verkopen. Dit in tegenstelling tot vastgoedfondsen of institutionele beleggers, die vaak een kortere horizon hebben van vijf tot tien jaar. Family offices kijken juist over de generaties heen en hanteren regelmatig een horizon van 25 jaar in hun rekenmodellen.

Gelet op deze verschillen is er dus niet sprake van één modelportefeuille, maar zijn er enkele significante verschillen. De belangrijkste verschillen zijn:

- Asset allocatie: 100% woningen of gemengde portefeuille
- Financiering of geen financiering

Dit leidt tot vier verschillende modelportefeuilles, welke zijn gegeven in onderstaande figuur.

	Asset allocatie: 100% woningen	Asset allocatie: Gemengde portefeuille
Geen financiering	Portefeuille A	Portefeuille B
Wel financiering	Portefeuille C	Portefeuille D

Figuur 16: de vier gedefinieerde modelportefeuilles o.b.v. financiering en asset allocatie (eigen illustratie)

7.2 Uitgangspunten

Als input voor de rendementsberekeningen is uitgegaan van een aantal uitgangspunten die vereist zijn voor een uniforme, modelmatige benadering. De belangrijkste uitgangspunten op portefeuilleniveau zijn:

- Als **horizon** in het model is een termijn van **25 jaar** aangehouden, omdat veel family offices over de generaties heen kijken en een lange horizon aanhouden.
- Er is rekening gehouden met **2% inflatie**.
- Het belegd (eigen) vermogen van een gemiddelde, Nederlandse family office bestaat uit **200 miljoen in vastgoed**.
- Indien er financiering is toegepast dan is dit bij aanvang en bij herinvestering met een **LTV van 60%**. Rente en aflossing verschillen per asset class.
- Het vermogen alleen **direct in Nederlands vastgoed** is geïnvesteerd.
- De gemengde portefeuilles bestaan voor **30% uit woningen en 70% uit commercieel vastgoed bij aanvang**.
- **Commerciële objecten** bestaan uit winkels (high street winkelpanden, supermarkten/wijkcentra), kantoren of bedrijfsmatig (hallen, logistiek). De verdeling in een gemengde portefeuille is als volgt:
 - o High street retail: 15%
 - o Supermarkten/kleine wijkcentra: 20%
 - o Bedrijfsmatig: 15%
 - o Kantoren: 20%
 - o Wonen: 30%
- Het vermogen zit in **één fonds of fiscale eenheid**, terwijl dit in werkelijkheid vaak is opgesplitst in diverse vennootschappen of privévermogens.
- Er wordt **geen dividend** uitgekeerd.
- Alle inkomsten worden eens in de vijf jaar **geherinvesteerd in nieuwe woningen**.
- **Fiscaliteit** is buiten beschouwing gelaten en geabstraheerd, met uitzondering van de vennootschapsbelasting om te bepalen hoeveel ruimte er is voor herinvesteringen.

Alle inputvariabelen op fondsniveau zijn zichtbaar in het volledige rekenmodel zoals gegeven in bijlage 6.

Naast de inputvariabelen op portefeuilleniveau zijn er een groot aantal inputvariabelen die variëren per asset class. Deze zijn per modelportefeuille gelijk, met uitzondering van variabelen die betrekking hebben op asset allocatie en financiering. Op de volgende pagina zijn de inputvariabelen van de verschillende asset classes gegeven.

Kenmerken woningportefeuille		Kenmerken retailportefeuille (hightstreet)		Kenmerken retailportefeuille (supermarkt/wijkcentra)	
Aandeel totaal	30%	Aandeel totaal	15%	Aandeel totaal	20%
Aantal objecten t=0	427	Aantal objecten t=0	22	Aantal objecten t=0	11
Totale huurstroomb t=0	€ 5.504.587 per jaar	Totale huurstroomb t=0	€ 4.400.000 per jaar	Totale huurstroomb t=0	€ 5.500.000 per jaar
Type	middenhuur	Gemiddeld metrage	500,00 m2	Gemiddeld metrage	2500,00 m2
Gemiddeld metrage	80,00 m2	Bruto huurprijs gemiddeld	€ 200.000 per jaar	Bruto huurprijs gemiddeld	€ 500.000 per jaar
Bruto huurprijs gemiddeld	€ 1.075 per maand	Bruto huurprijs gemiddeld per m2	€ 400,00 per m2 per jaar	Bruto huurprijs gemiddeld per m2	€ 200,00 per m2 per jaar
Bruto huurprijs gemiddeld per m2	13,44 per m2 per maand				
Exploitatiebeleid		Exploitatiebeleid		Exploitatiebeleid	
Maximale huurverhoging beleid	0,5% bovenop CPI	Huurverhoging	CPI	Huurverhoging	CPI
Mutatiegraad	7,00%	Gemiddelde looptijd huurovereenkomst	5 jaar	Gemiddelde looptijd huurovereenkomst	10 jaar
Makelaarskosten	1,0% x maandhuur	Incentives	0,5 jaar in jaar 1	Incentives	0,25 jaar in jaar 1
Oninbare huren	1,0%	Leegstand	0,5 jaar iedere 10 jaar	Leegstand	0,1 jaar iedere 10 jaar
Fictieleegstand	0,5% x maandhuur	Makelaarskosten	12,0%	Makelaarskosten	12,0%
Leegstand	0,0%	Oninbare huren	2,5%	Oninbare huren	2,0%
Verbouwingskosten	€ 15.000,00 x 1x per 15 jaar				
Acquisitie		Acquisitie		Acquisitie	
BAR k.k.	4,00% gemiddeld	BAR k.k.	6,50% gemiddeld	BAR k.k.	6,00% gemiddeld
Factor	25,00	Factor	15,38	Factor	16,67
Investing	€ 351.525	Investing	€ 3.353.846	Investing	€ 9.083.333
Dispositie		Dispositie		Dispositie	
Exit yield (t=25)	4,13%	Exit yield (t=25)	6,69%	Exit yield (t=25)	6,25%
Factor	24,24	Factor	14,95	Factor	16,00
Verkoopjaar	25	Verkoopjaar	25	Verkoopjaar	25
Exit yield veroudering	0,0050%	Exit yield veroudering	0,0075%	Exit yield veroudering	0,0100%
Kosten koper		Kosten koper		Kosten koper	
Overdrachtsbelasting	8,0%	Overdrachtsbelasting	8,0%	Overdrachtsbelasting	8,0%
Transactiekosten (DD, notaris, etc)	1,0%	Transactiekosten (DD, notaris, etc)	1,0%	Transactiekosten (DD, notaris, etc)	1,0%
Financieringsvoorwaarden		Financieringsvoorwaarden		Financieringsvoorwaarden	
LTV	60,00%	LTV	60,00%	LTV	60,00%
Rente	1,75%	Rente	2,50%	Rente	2,25%
Aflossing	1,00%	Aflossing	1,50%	Aflossing	1,50%
Looptijd	10 jaar	Looptijd	10 jaar	Looptijd	10 jaar
Type aflossing eind	lineair met bullet	Type aflossing eind	lineair met bullet	Type aflossing eind	lineair met bullet
Afsluitprovisie	0,50% van hoofdsom	Afsluitprovisie	0,50% van hoofdsom	Afsluitprovisie	0,50% van hoofdsom
Kenmerken bedrijfsmatige portefeuille		Kenmerken kantoorportefeuille			
Aandeel totaal	15%	Aandeel totaal	20%		
Aantal objecten t=0	49	Aantal objecten t=0	17		
Totale huurstroomb t=0	€ 5.848.624 per jaar	Totale huurstroomb t=0	€ 6.375.000 per jaar		
Gemiddeld metrage	2000,00 m2	Gemiddeld metrage	2500,00 m2		
Bruto huurprijs gemiddeld	€ 120.000 per jaar	Bruto huurprijs gemiddeld	€ 375.000 per jaar		
Bruto huurprijs gemiddeld per m2	€ 60,00 per m2 per jaar	Bruto huurprijs gemiddeld per m2	€ 150,00 per m2 per jaar		
Exploitatiebeleid		Exploitatiebeleid			
Huurverhoging	CPI	Huurverhoging	CPI		
Gemiddelde looptijd huurovereenkomst	5 jaar	Gemiddelde looptijd huurovereenkomst	5 jaar		
Incentives	0,4 jaar in jaar 1	Incentives	0,3 jaar in jaar 1		
Leegstand	0,5 jaar iedere 10 jaar	Leegstand	0,5 jaar iedere 10 jaar		
Makelaarskosten	12,0%	Makelaarskosten	12,0%		
Oninbare huren	4,0%	Oninbare huren	3,5%		
Acquisitie		Acquisitie			
BAR k.k.	8,50% gemiddeld	BAR k.k.	7,00% gemiddeld		
Factor	13,78	Factor	14,29		
Investing	€ 1.538.824	Investing	€ 5.839.286		
Dispositie		Dispositie			
Exit yield (t=25)	8,81%	Exit yield (t=25)	7,31%		
Factor	11,35	Factor	13,68		
Verkoopjaar	25	Verkoopjaar	25		
Exit yield veroudering	0,0125%	Exit yield veroudering	0,0125%		
Kosten koper		Kosten koper			
Overdrachtsbelasting	8,0%	Overdrachtsbelasting	8,0%		
Transactiekosten (DD, notaris, etc)	1,0%	Transactiekosten (DD, notaris, etc)	1,0%		
Financieringsvoorwaarden		Financieringsvoorwaarden			
LTV	60,00%	LTV	60,00%		
Rente	2,75%	Rente	2,75%		
Aflossing	1,50%	Aflossing	1,50%		
Looptijd	10 jaar	Looptijd	10 jaar		
Type aflossing eind	neair met bullet	Type aflossing eind	neair met bullet		
Afsluitprovisie	0,50% van hoofdsom	Afsluitprovisie	0,50% van hoofdsom		

Figuur 17: inputvariabelen rekenmodel (portefeuille D) asset allocatie

7.3 De resultaten per portefeuille

Op basis van de genoemde inputvariabelen zijn vier modelportefeuilles gevormd. Deze leiden ieder tot andere resultaten. Een volledig overzicht van alle inputvariabelen en de rekensheets is gegeven in de bijlage. De belangrijkste resultaten per modelportefeuilles is gegeven in de volgende figuur.

	Asset allocatie: 100% woningen	Asset allocatie: Gemengde portefeuille
Geen financiering	Portefeuille A Financiering: nee Eigen vermogen: € 200 miljoen Belegd vermogen: € 200 miljoen Horizon: 25 jaar IRR: 4,78% Eigen vermogen t=25: € 461 miljoen Herinvestering: 100% wonen Spreiding: laag (één deelmarkt) Risico: laag Rendement: laag	Portefeuille B Financiering: nee Eigen vermogen: € 200 miljoen Belegd vermogen: € 200 miljoen Horizon: 25 jaar IRR: 5,41% Eigen vermogen t=25: € 470 miljoen Herinvestering: 100% wonen Spreiding: laag (invloed single assets op t=0) Risico: laag tot gemiddeld Rendement: gemiddeld
	Portefeuille C Financiering: ja LTV aanvang: 60% LTV eind: 34,8% Eigen vermogen: € 200 miljoen Vreemd vermogen: € 300 miljoen Belegd vermogen: € 500 miljoen Horizon: 25 jaar IRR: 7,29% Eigen vermogen t=25: € 820 miljoen Herinvestering: 100% wonen Spreiding: medium (één deelmarkt) Risico: gemiddeld Rendement: hoog	Portefeuille D Financiering: ja LTV aanvang: 60% LTV eind: 37,7% Eigen vermogen: € 200 miljoen Vreemd vermogen: € 300 miljoen Belegd vermogen: € 500 miljoen Horizon: 25 jaar IRR: 8,20% Eigen vermogen t=25: € 859 miljoen Herinvestering: 100% wonen Spreiding: medium (invloed single assets op t=0) Risico: gemiddeld Rendement: hoog
Wel financiering		

Figuur 18: Verschillende modelportefeuilles van family offices in Nederlands vastgoed (eigen illustratie)

Het uitgangspunt is dat alle inkomsten eens in de vijf jaar worden geherinveest na afslag van 25% vennootschapsbelasting over netto inkomsten. De afgelopen jaren is een trend waarneembaar waarbij veel herinvesteringen plaatsvinden in woningen, derhalve is aangenomen dat alle herinvestering plaatsvinden in woningen, ook voor de twee gemixte portefeuilles. Hierdoor neemt het rendement bij de gemixte portefeuilles wat af. Dit is het gevolg van het relatief lage rendement op woningen. Dit is wellicht verassend gezien de enorme stijging van de huizenprijzen over de afgelopen jaren, maar met prijsstijgingen is in het model bewust geen rekening gehouden. Wel is er juist rekening gehouden met achteruitgang van het vastgoed, door veroudering van de exit yield toe te passen. Indien de herinvesteringen plaats zouden vinden in een gemixte portefeuille (met gelijke asset allocatie als op t=0) dan zou de IRR van portefeuille D, mede door de financiering, zelfs stijgen naar 9,2%.

Wat opvalt is dat de rendementen (IRR) van de diverse portefeuilles op het eerste gezicht niet veel van elkaar verschillen. Echter, vanwege de lange horizon van één generatie (25 jaar) geldt dat er alsnog enorme verschillen ontstaan in het eigen vermogen op t=25. Portefeuille A komt op een eindvermogen van € 461 miljoen, wat in schril contrast staat met portefeuille D met een eindvermogen van € 859 miljoen.

7.4 Conclusie

In dit hoofdstuk is een antwoord gegeven op de laatste deelvraag, te weten: Op welke wijze zijn vastgoedportefeuilles van family offices in Nederlands vastgoed samengesteld en welke rendementen maken zij?

Op basis van de eerder vergaarde theorie en uitkomsten uit de expert interviews is geïllustreerd hoe een modelportefeuille van een typische Nederlandse family office eruit ziet. Er is beargumenteerd waarom er in feite vier verschillende modelportefeuilles zijn, die variëren op basis van asset allocatie en financiering. Alhoewel er in werkelijkheid een verscheidenheid aan family offices en portefeuilles is zijn deze vier modelportefeuilles echter de meest voorkomende. Van iedere modelportefeuille is aangetoond welke IRR zij maken op hun vastgoedportefeuille. De modelportefeuilles zijn zoveel mogelijk gebaseerd op reële inputvariabelen op het moment van schrijven. Echter leert de geschiedenis ons dat deze inputvariabelen onderhevig zijn aan marktomstandigheden en continu wijzigen. Voor de modelmatige aanpak is dit echter wel een goede methode gebleken om een beeld te schetsen van de rendementen van family offices.

In de vier modelportefeuilles voor een fictieve family office valt het op dat de rendementen en eindwaardes enorm van elkaar verschillen. Dit is met name zichtbaar bij de toepassing van financiering en minder bij de gemixte portefeuilles, wat komt omdat alle herinvesteringen worden gedaan in woningen.

8 Conclusie

Nu alle deelvragen stuk voor stuk zijn beantwoord is het mogelijk om een antwoord te formuleren op de centrale vraag van dit onderzoek, te weten: **In hoeverre zijn de karakteristieken van een familiebedrijf van invloed op beleggingsbeslissingen van family offices in Nederlands vastgoed en tot welke rendement maken zij met vastgoed?**

Uit de literatuur blijken een aantal karakteristieken van family offices, welke gerubriceerd worden onder volgende elementen: continuïteit, gemeenschap, verbondenheid, daadkracht, controle en cultuur. Deze karakteristieken van familiebedrijven zijn ook van toepassing op families die hun vermogen gezamenlijk laten beleggen in een family office. Echter, de invloed van deze karakteristieken in relatie tot vastgoedbeleggingen zijn niet eerder inzichtelijk gemaakt.

In het empirisch deel van dit onderzoek heeft een eerste verkenning plaatsgevonden van de karakteristieken in relatie tot het beleggingsbeleid en beleggingsbeslissingen. Hieruit blijkt dat family offices in Nederland wel degelijk de karakteristieken van een familiebedrijf terug laten komen in hun beleggingsbeleid. De belangrijkste kenmerken en conclusies zijn samengevat en weergegeven in onderstaande SWOT analyse.

	Positieve factoren	Negatieve factoren
Interne herkomst	Sterktes <ul style="list-style-type: none"> - Daadkracht en snelheid - Cultuur (stabiliteit, verbondenheid, vertrouwen) - Onafhankelijkheid - Lange termijn 	Zwakttes <ul style="list-style-type: none"> - Emotie - Schaal (ivm vermogensintensiviteit vastgoed) - Betrokkenheid familie (emotie, niet deskundig) - Continuïteit bij volgende generaties
Externe herkomst	Kansen <ul style="list-style-type: none"> - Onafhankelijke bestuurder als poortwachter - Familiestatuuut - Verankering van o.a. financiële en maatschappelijke doelen - Verdere professionalisering - Samenwerken - Benutten betrokkenheid familie (naam, snelle handelswijze, interne besluitvorming) - Openstellen voor derden (financiering, adviseurs) 	Bedreigingen <ul style="list-style-type: none"> - Omvang vermogen en slagkracht - Beperkte diversificatie (markten, asset classes en vermogensomvang) - Vertrouwen in adviseurs - Te lang aanhouden van een belegging (veroudering portefeuille en niet pakken van kansen) - Langjarig kunnen binden van professionals

Figuur 19: SWOT analyse karakteristieken van familiebedrijf en vastgoedmarkt (eigen illustratie)

Uit de SWOT analyse blijken een aantal sterktes van family offices. Een van de belangrijkste kenmerken voor het doen van goede, weloverwogen beleggingsbeslissingen is de daadkracht, snelheid en het lange termijn denken waarin zij gevangen zitten. Daarnaast is in dit onderzoek een nieuw inzicht ontstaan rondom het verdienmodel van een family office. Zo is een family office niet afhankelijk van transacties, waardoor zij niet hoeft te handelen en er geen principal-agent probleem ontstaat en medewerkers altijd in het belang van de aandeelhouder werken.

De karakteristieken van het familiebedrijf hebben ook negatieve factoren. Zo is in het theoretisch kader reeds aangetoond dat bij particuliere beleggers emotie vaak de overhand neemt van de ratio. Bij family offices speelt dit minder, maar dient men wel te waken voor emotioneel handelen, met name als familie betrokken is bij de dagelijkse gang van zaken. Een andere zwakte is dat bij het overgaan naar volgende generaties de vermogensomvang snel kan afnemen in omvang vanwege verdere opsplitsing. De overgang naar een volgende generatie is dan ook gelijk het belangrijkste moment voor het voortbestaan van een family office en komt gemiddeld iedere 25 tot 30 jaar terug.

Er zijn ook de nodige kansen voor family offices. Uit zowel de theorie als de interviews komt naar voren dat het aanbevelenswaardig is om de familiewaarden en doelen vast te leggen in een familiestatuuut. Dit document geeft weer op welke wijze het vermogen beheerd dient te worden. Dit bepaald niet alleen het beleid in het heden, maar met name ook voor de toekomstige generaties. Opvallend genoeg wilde geen van de respondenten aangeven of er een familiestatuuut aanwezig is, maar gaven diverse respondenten aan dat dit wel prettig zou zijn omdat het de nodige handvatten geeft voor (medewerkers van) family offices. Daarnaast is er altijd ruimte voor verdere professionalisering, zeker wanneer men het uitgebreide netwerk van de families uitput en de samenwerking met andere partijen zoekt. Tevens kan er worden geconcludeerd dat het openstellen voor derden, zoals banken en adviseurs, kansen biedt om het beleggingsbeleid én rendement te verstevigen.

Men dient zich ervan bewust te zijn dat enkele concepten zoals opgenomen in het conceptueel model elkaar ook kunnen beïnvloeden. In sommige gevallen kan de beïnvloeding zorgen voor versterking, maar dit kan ook juist leiden tot afremming. Een voorbeeld hiervan is dat de daadkracht van family offices (onbewust) kan leiden tot impulsiviteit en (onbedoelde) beperking van rationaliteit. Anderzijds geldt dat de focus op de lange termijn en behoefte aan stabiliteit de emotionele intelligentie en impulsiviteit juist temperen. Deze onderlinge beïnvloeding kan, afhankelijk van de controle en cultuur binnen een family office worden beperkt.

Tot slot zijn er enkele bedreigingen die een externe herkomst hebben. De belangrijkste bedreiging komt voort uit de overgang naar een volgende generatie. Hierdoor bestaat de kans dat de slagkracht mist om nog in bepaalde asset classes te beleggen vanwege de hoge vermogensintensiviteit van vastgoed. Zeker in de huidige markt zijn bepaalde asset classes duur en is een substantieel vermogen vereist om hierin te beleggen, laat staan om te kunnen diversifiëren. Een voorbeeld hiervan is logistiek vastgoed waarbij een hoge drempel geldt om in te stappen. Een laatste bedreiging is een te beperkte spreiding in de portefeuille, waardoor de portefeuille niet voldoende bestendig is tegen marktontwikkelingen.

Er kan worden geconcludeerd dat de karakteristieken van het familiebedrijf van grote invloed zijn op beleggingsbeslissingen van family offices in Nederlands vastgoed. Daarnaast is er geïllustreerd in voorgaande hoofdstuk dat er niet één vastgoedportefeuille bestaat die typerend is voor alle Nederlandse family offices, maar dat er in feite vier verschillende portefeuilles zijn die variëren op basis van asset allocatie en financiering. Het resultaat hiervan is dat het rendement, de IRR, van iedere portefeuille verschillend is.

	Asset allocatie: 100% woningen	Asset allocatie: Gemengde portefeuille
Geen financiering	Portefeuille A Financiering: nee Eigen vermogen: € 200 miljoen Belegd vermogen: € 200 miljoen Horizon: 25 jaar IRR: 4,78% Eigen vermogen t=25: € 461 miljoen	Portefeuille B Financiering: nee Eigen vermogen: € 200 miljoen Belegd vermogen: € 200 miljoen Horizon: 25 jaar IRR: 5,41% Eigen vermogen t=25: € 470 miljoen
Wel financiering	Portefeuille C Financiering: ja LTV aanvang: 60% Eigen vermogen: € 200 miljoen Vreemd vermogen: € 300 miljoen Belegd vermogen: € 500 miljoen Horizon: 25 jaar IRR: 7,29% Eigen vermogen t=25: € 820 miljoen	Portefeuille D Financiering: ja LTV aanvang: 60% Eigen vermogen: € 200 miljoen Vreemd vermogen: € 300 miljoen Belegd vermogen: € 500 miljoen Horizon: 25 jaar IRR: 8,20% Eigen vermogen t=25: € 859 miljoen

Figuur 20: Verschillende modelportefeuilles van family offices in Nederlands vastgoed (eigen illustratie)

De gerealiseerde rendementen liggen tussen de 4,78% en 8,20% op basis van de gegeven inputvariabelen en aannames zoals omschreven in hoofdstuk 7. Met de aanname dat alle herinvesteringen worden gedaan in woningen is dit rendement zelfs nog aan de lage kant. Zodra herinvesteringen worden gedaan in gemixte portefeuilles loopt het rendement van modelportefeuille D zelfs op naar 9,20% op jaarbasis. De verschillende rendementen hangen samen met de hoeveelheid risico die men bereid is om te nemen, al dan niet door toepassing van financiering of door te beleggen in andere asset classes. Dit blijkt ook uit de expertinterviews, waaruit is gebleken dat de doelstelling van iedere family office verschillend is en er een verschil is tussen consolidatie of groei van vermogen.

Al met al geeft dit verkennende onderzoek een interessante inkijk in de gedragingen en rendementen van family offices actief in de Nederlandse vastgoedmarkt. Hoewel dit onderzoek slechts verkennend van aard is biedt het voldoende aanknopingspunten voor toekomstig wetenschappelijk onderzoek. Uit de theorie is gebleken dat de invloed van family offices op de Nederlandse vastgoedmarkt groot is, derhalve verdient het de aanbeveling om meer onderzoek te doen naar zowel de gedragingen als samenstelling van vastgoedportefeuilles van deze belangrijke, stabiele speler op de Nederlandse vastgoedmarkt.

8.1 Discussie

Dit onderzoek is gestoeld op een literatuurstudie aangevuld met empirisch onderzoek. Het empirisch onderzoek is gebaseerd op een beperkt aantal interviews met experts die betrokken zijn bij family offices in de Nederlandse vastgoedmarkt. Het aantal family offices is beperkt en weinig partijen staan open om te vertellen over hun beleid. Gedurende de interviews is geprobeerd om zoveel mogelijk bruikbare informatie te verkrijgen, maar bij sommige onderwerpen kan of wil een respondent simpelweg niet antwoorden. Het is derhalve aan te bevelen om vervolgonderzoek te doen in een breder perspectief zodat de validiteit van een dergelijk onderzoek verder toeneemt. Dit kan door het onderzoek uit te breiden naar andere landen, meer respondenten te interviewen of kwantitatief onderzoek te doen. Het lastige hierbij is dat data vrijwel niet verkrijgbaar is. Ook is het interessant om het acteren van family offices te vergelijken met ander type beleggers, zoals institutionele beleggers.

Vanwege de kwalitatieve aard geeft dit onderzoek een rijke illustratie van de invloed van beleggingskarakteristieken van family offices op beleggingsbeleid. Vervolgonderzoek met een meer kwantitatieve insteek zou op basis van harde data moeten aantonen hoe de karakteristieken van een familiebedrijf invloed hebben op het beleggingsbeleid.

Door de toevoeging van de rekenmodellen aan het onderzoek is een verdiepingsslag gemaakt en een beeld ontstaan van de rendementen die Nederlandse family offices maken. Dit model is gebaseerd op een aantal aannames, die oorsprong vinden in de theorie en expert-interviews. Doordat een deel van deze aannames afhankelijk zijn van marktomstandigheden en continu wijzigen is de houdbaarheid van het rekenmodel enigszins beperkt. Het zou fantastisch zijn als er historische data beschikbaar komt van family offices zodat dit rekenmodel getoetst kan worden en een beter beeld geeft voor de toekomst. Deze data zou op diens beurt vergeleken kunnen worden met data van institutionele beleggers of MSCI indexen. Het is echter zeer onwaarschijnlijk dat dit bij vervolgonderzoek lukt vanwege de zeer beperkte transparantie.

Tot slot is er meer transparantie vereist binnen de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt, zodat de omvang en rol van alle actoren op deze markt inzichtelijk wordt. Het zou aanbevelenswaardig zijn als een instituut als het CBS of CPB aanvullend onderzoek naar de eigendomsverdeling binnen de vastgoedmarkt, zodat er een beter beeld ontstaat van alle actoren die hierop actief zijn. Dit draagt bij aan een beter begrip van de werking van de Nederlandse vastgoedmarkt en de van toepassing zijnde marktmechanismes. Meer transparantie kan worden bewerkstelligd door nieuwe wet- en regelgeving. Mogelijk dat het recent aangekondigde UBO register al een begin maakt, waardoor er meer inzicht ontstaat in achterliggende eigenaren en de omvang van beleggingsvehikels. Trucs om onder de deponeringsplicht uit te komen zijn hierdoor niet meer afdoende om onder de radar te blijven. Door het verkrijgen van meer inzicht kan er ook beter worden gestuurd en passender beleid worden gecreëerd.

8.2 Reflectie

Vooraf was bekend dat het een uitdaging zou worden om voldoende respondenten te vinden. Immers zijn family offices erg besloten en opereren zij veelal op de achtergrond. Toch is het gelukt om via het eigen netwerk een aantal respondenten te interviewen. De respondenten blijken een aanzienlijk deel van het belegd vermogen in Nederlands vastgoed door particuliere beleggers voor hun rekening te nemen. De representativiteit is dan ook aanzienlijk beter dan vooraf werd verwacht. Het blijft echter de vraag in hoeverre de respondenten algemene, sociaal wenselijke antwoorden hebben gegeven of daadwerkelijk in alle openheid hebben verteld en alle voor hen beschikbare informatie hebben gegeven. Een aantal interviews hebben op afstand plaatsgevonden via Teams of Zoom, waardoor er mogelijk meer sprake is van wantrouwen met het risico dat niet alle respondenten openhartig hebben verteld.

De onderzoeksmethode was kwalitatief van aard. Dit maakt dat er geen harde data is verkregen en veel conclusies zijn gebaseerd op meningen en inzichten van individuen. Door de toevoeging van de modelportefeuilles in hoofdstuk 7 is getracht om ook een meer kwantitatieve invalshoek toe te voegen en ook cijfermatig aan te tonen hoe een family office nou daadwerkelijk presteert.

Gezien het verkennende karakter van dit onderzoek is de beperkt beschikbare informatie niet problematisch, maar bij een vervolgonderzoek kan zeker getracht worden om meer op kwantitatieve wijze te onderzoeken. De kwalitatief vergaarde data geven wel een beeld van hetgeen wat speelt bij family offices en toont aan dat deze groep beleggers hoogstwaarschijnlijk op een andere wijze opereert dan particuliere beleggers met kleinere vermogens. Deze laatste groep zal waarschijnlijk minder of geen rekening houden met familiekenmerken.

Het empirisch onderzoek heeft plaatsgevonden in het voorjaar en de zomer van 2021. In deze periode heerste de coronapandemie en was er gedurende een deel van het onderzoek sprake van een lockdown. Dit heeft een beperkte invloed gehad op de onderzoeksresultaten, maar wel op het proces. Zowel de respondenten als de onderzoeker hadden in deze periode hun handen vol met andere werkzaamheden en beperkte tijd voor een interview. Algemene begeleiding en interviews hebben op een andere wijze plaats gevonden dan vooraf werd verwacht en gehoopt. Desalniettemin is het gelukt om met dit onderzoek een eerste indruk te geven over de gesloten wereld van de family offices die actief zijn in het vastgoed.

9 Literatuurlijst

- Ameriks, J., Wranik, T., & Salovey, P. (2009). *Emotional Intelligence and Investor Behavior*. Charlottesville: Research Foundation of CFA Institute.
- ASRE. (2020). *Handleiding scripties*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Baarda, B., Bakker, E., Boullart, A., Fischer, T., Julsing, M., Peters, V., & Van der Velden, T. (2018). *Basisboek Kwalitatief Onderzoek: handleiding voor het opzetten en uitvoeren van kwalitatief onderzoek*. Groningen: Noordhoff Uitgevers B.V.
- Bals, K. (2016). *Ratio én emotie?!* Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Berkhout, T., & Zwart, P. (2018). *Basisboek Vastgoedfinanciering*. Amsterdam: Ph.H. Zwart.
- Berkhout, T., Kill, A., Göbel, P., Huiskes, M., Jansen, O., Jonkers, J., . . . Zwart, P. (2014). *Het financieringsbeleid van Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers in 2014*. Breukelen: Nyenrode Real Estate Center.
- Boeije, H. (2010). *Analysis in Qualitative Research*. London: Sage Publications Ltd.
- Bruel, M., Geerlings, J., & van Hamel, J. (2008). *Uitblinken als familiebedrijf*. Assen: Koninklijke Van Gorcum B.V.
- CBS. (2020). *Familiebedrijven in Nederland*. Den Haag/Heerlen/Bonaire: Centraal Bureau voor de Statistiek.
- CBS. (2020, 09 10). *Waarde onroerende zaken van woningen en niet-woningen*. Opgehaald van [www.cbs.nl: https://opendata.cbs.nl/statline/#/CBS/nl/dataset/37610/table?ts=1607872951965](https://opendata.cbs.nl/statline/#/CBS/nl/dataset/37610/table?ts=1607872951965)
- Chandler, A. (1991). Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism. *The Journal of Economic History*, 958-963.
- D. Miller, I. L.-M. (2008). Stewardship vs. Stagnation: An Empirical Comparison of Small Family and Non-Family Businesses. *Journal of Management Studies*, 51-78.
- Davis, J., & Tagiuri, R. (1982). *Note on Work Relationships*. Cambridge: Harvard Business School - Unpublished paper.
- de Jong, A., & Westerhuis, G. (2015). *Over geld en macht: Financiering en corporate governance van het Nederlandse bedrijfsleven*. Amsterdam: Boom Uitgevers.
- DiPasquale, D., & Wheaton, W. C. (1996). *Urban Economics and Real Estate Markets*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Europese Commissie. (2009). *Overview of Family-Business-Relevant Issues: Research, networks, policy measures and existing studies*. Brussel: Europese Commissie - Enterprise and Industry directorate-general.
- Family Capital. (2020, januari 16). *The richest real estate families*. Opgehaald van [famcap.com: https://www.famcap.com/2019/03/the-richest-real-estate-families/](https://www.famcap.com/2019/03/the-richest-real-estate-families/)
- FD. (2018, november 18). Familie Blokker verhult omvang vermogen via nieuwe boekhoudkundige truc. *FD*, p. 1.
- Geltner, D. M. (2006). *Commercial Real Estate Analysis and Investments*. Mason, OH: Thomson.
- in 't Veld, C. (2015). *Het familiebedrijf*. Maarn: Focus op Verbeteren.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1973). On the Psychology of Prediction. *Psychological Review*, 237-251.
- Klapwijk, A., Nijskens, R., & Buitelaar, E. (2017). *De omvang van de vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.

- Leach, P. (2007). *Family Businesses: The Essentials*. Londen: Profile Books Ltd.
- Lee, S. (2019). Constructing Real Estate Portfolios and Tracking Error Issues in Real Estate Performance. *Constructing Real Estate Portfolios and Tracking Error Issues in Real Estate Performance: A presentation to Amsterdam School of Real Estate* (p. 57). Londen: Cass Business School.
- Markowitz, M. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 77-91.
- Marquard, A. (2017). *Basissyllabus module I - Inleiding Beleggingsanalyse*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Matser, I. (2010). *Ondernemen in familiebedrijven*. Zwolle: Christelijke Hogeschool Windesheim.
- Meester, D. (2017). *Het DNA van de onderneming: De rol van familiebedrijven in Nederland sinds 1945*. Utrecht: Universiteit Utrecht.
- Prast, H. (2004). *Psychology in financial markets: An introduction to behavioural finance*. Amsterdam: NIBE-SVV.
- PwC. (2018). *Familie en vermogen in bedrijf: Het family office*. Amsterdam: PwC.
- Rijksoverheid. (2020, 10 24). *Wet Financieel Toezicht*. Opgehaald van Wetten.overheid.nl: <https://wetten.overheid.nl/BWBR0020368/2020-10-15>
- Rubin, M. (2015). Challenges faced by wealthy, multi-generational family real estate enterprises. *The Real Estate Finance Journal*, Thomson Reuters.
- Russel Investments. (2021, januari 10). *Cycle of investor emotions*. Opgehaald van Russelinvestments.com: <https://russelinvestments.com/ca/resources/cycle-of-investor-emotions>
- Schols, I. (2013). *Particuliere vastgoedbeleggers in Nederland*. Groningen: Rijksuniversiteit Groningen.
- Shiller, R. (2003). Form efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of Economic Perspectives*, 83-104.
- Smit, R. (2020, december 21). Onderlinge twisten doen familiebedrijven nogal eens de das om. *Financieel Dagblad*. Opgehaald van <https://fd.nl/achtergrond/1367507/onderlinge-twisten-doen-familiebedrijven-nogal-eens-de-das-om>
- Tervoort, A., Assink, B., de Vries, P., Lennarts, M., Schütte, P., Schwarz, C., . . . Snijder-Kuipers, B. (2017). *Familievenootschappen*. Deventer: Wolters Kluwer.
- Teuben, B. (2011). The real size of the Dutch real estate investment market. (p. 22). Eindhoven: IPD.
- Thomassen, A., & de Jong, M. (2003). *Familie in zaken, spelregels van een bijzondere samenwerking*. Tilburg: Centrum voor het familiebedrijf.
- Van der Hulst, J. (2019, oktober 15). *Familiebedrijven als onderscheidende factor in je marketing*. Opgehaald van marketingsolutions.nl: <https://blog.xyms.nl/familiebedrijf-als-onderscheidende-factor-in-je-marketing>
- Van Driel, A., & Van Zuijlen, J. (2016). *Strategische inzet van vastgoed - Over duurzaam beleid en management*. Amsterdam: WELA Business Media B.V.
- Van Gool, P., Jager, P., Theebe, M., & Weisz, R. (2013). *Onroerend goed als belegging*. Groningen: Noordhoff Uitgevers B.V.
- Van Zwole, J., & Thomassen, A. J. (2019). *Het familie statuur*. Utrecht: BigBusinessPublishers.
- Vastgoedmarkt. (2019, september 30). *1969/1974-2019: Belangrijke partijen op de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt; toen en nu*. Opgehaald van www.vastgoedmarkt.nl:

<https://www.vastgoedmarkt.nl/beleggingen/nieuws/2019/09/1969-1974-2019-enkele-belangrijke-partijen-op-de-nederlandse-vastgoedbeleggingsmarkt-toen-en-nu-101147395>

Verhagen, M. (2017). *Een verkennend onderzoek naar het afwegingskader en categorisering van de particuliere vastgoedbelegger*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.

Vlek, P., Oosterhout, T. V., Rust, W., Berg, S. V., & Chaulet, T. (2018). *Investeren in vastgoed, grond en gebieden*. Delft: Spryg.

Ward, J. (2004). *Perpetuating the Family Business*. Hampshire/New York:: Palgrave MacMillan.

Westhead, P., & Howorth, C. (2007). 'Types' of private family firms: an exploratory conceptual and empirical analysis. *Entrepreneurship & Regional Development*, 405-431.

10 Bijlage 1: Vragenlijst Qualtrics

Start of Block: Block 1

Hartelijk welkom bij deze vragenlijst. Deze vragenlijst heeft als doel om een beter beeld te schetsen van de context waarin family offices opereren. Uw antwoorden vormen de basis voor het latere interview. In het interview is er ook mogelijkheid om antwoorden nader toe te lichten of te nuanceren. Deze data wordt geanonimiseerd verwerkt in het onderzoek en zal in geen geval te herleiden zijn tot individuen. Indien u een vraag niet wenst te beantwoorden dan kunt u deze overslaan.

End of Block: Block 1

Start of Block: Default Question Block

Q1 Bent u als aandeelhouder/familie lid betrokken bij de family office?

- Ja
 - Nee
-

Q3 Wat is uw rol binnen de organisatie?

- Eindbesliser
 - Besliser met een mandaat
 - Extern adviseur
 - Medewerker
 - Overig
-

Q4 Hoeveel jaar werkervaring heeft u in deze branche?

- 0-10 jaar
 - 11-25 jaar
 - 26+ jaar
-

Q2 Welk percentage van het vermogen binnen de family office is in handen van de familie?

- minder dan 50%
 - meer dan 50%, maar geen 100%
 - 100%
-

Q5 Hoe oud is de herkomst van het familievermogen?

- 0-25 jaar
 - 26-50 jaar
 - 50-100 jaar
 - 100+ jaar
-

Q6 Hoeveel generaties zijn tot nu toe actief betrokken (geweest) binnen de family office?

- 1 generatie
 - 2 generaties
 - 3 generaties
 - 4 of meer generaties
-

Q7 Wat is de omvang van het beheerd vermogen binnen family office?

- <25 mln.
 - 25-75 mln.
 - 75-150 mln.
 - 150-500 mln.
 - > 500 mln.
-

Q8 Hoeveel FTE zijn er werkzaam bij de family office?

- 0-5 FTE
 - 6-15 FTE
 - 16-50 FTE
 - >50 FTE
-

Q9 Wat is het voornaamste beleggingsdoel van uw family office?

- Afbouw
 - Consolidatie
 - Groei
-

Q17 Is er een vaste rendementseis op portefeuilleniveau?

- Ja
 - Nee
 - Variërend
-

Q10 Belegt uw organisatie in direct of indirect vastgoed?

- Direct
 - Indirect
 - Beiden
-

Q11 In welke deelmarkten binnen het vastgoed is de family office actief? Meerdere antwoorden zijn mogelijk.

- Beleggingen
 - Ontwikkelingen
 - Exploitatie
 - Financiering
-

Q12 Op welke strategische niveaus is uw organisatie betrokken bij de vastgoedbeleggingen? Meerdere antwoorden zijn mogelijk.

- Tactisch (Portfolio Management)
 - Strategisch (Asset Management)
 - Operationeel (Property Management)
-

Q20 Wat is de beleggingshorizon bij een vastgoedbelegging?

- 0-5 jaar
 - 5-15 jaar
 - >15 jaar
 - variërend
-

Q13 Wordt er gebruik gemaakt van vreemd vermogen?

- Ja
- Nee
- Weet niet / wil niet zeggen

Skip To: Q16 If Wordt er gebruik gemaakt van vreemd vermogen? = Ja

Skip To: Q14 If Wordt er gebruik gemaakt van vreemd vermogen? = Nee

Skip To: Q26 If Wordt er gebruik gemaakt van vreemd vermogen? = Weet niet / wil niet zeggen

Q14 Wat is de voornaamste reden om geen gebruik te maken van vreemd vermogen?

- Dit verhoogd het risico onnodig
- We willen geen pottenkijkers
- Vanwege de administratieve druk

Skip To: Q26 If Wat is de voornaamste reden om geen gebruik te maken van vreemd vermogen? = Dit verhoogd het risico onnodig

Skip To: Q26 If Wat is de voornaamste reden om geen gebruik te maken van vreemd vermogen? != Dit verhoogd het risico onnodig

Skip To: Q26 If Wat is de voornaamste reden om geen gebruik te maken van vreemd vermogen? = We willen geen pottenkijkers

Skip To: Q26 If Wat is de voornaamste reden om geen gebruik te maken van vreemd vermogen? != We willen geen pottenkijkers

Skip To: Q26 If Wat is de voornaamste reden om geen gebruik te maken van vreemd vermogen? = Vanwege de administratieve druk

Skip To: Q26 If Wat is de voornaamste reden om geen gebruik te maken van vreemd vermogen? != Vanwege de administratieve druk

Q16 Wat is de voornaamste reden om gebruik te maken van vreemd vermogen?

- Hefboomeffect
- Vergroting portefeuille & betere diversificatie
- Mogelijk maken van beleggingen met bepaald volume

Q26 Werkt uw family office nauw samen met andere family offices?

- Ja
 - Nee
 - Nog niet, maar in de toekomst gaat dit zeker gebeuren
-

Q22 Is er sprake van een familiestatuu, familieconvenant of anderszins?

- Ja
- Nee
- Weet niet / wil niet zeggen

Skip To: Q18 If Is er sprake van een familiestatuu, familieconvenant of anderszins? = Ja

Skip To: Q21 If Is er sprake van een familiestatuu, familieconvenant of anderszins? = Nee

Skip To: Q21 If Is er sprake van een familiestatuu, familieconvenant of anderszins? = Weet niet / wil niet zeggen

Q18 Zijn in het familiestatuu (of vergelijkbaar) ook zaken vastgelegd die invloed hebben op de vastgoedbeleggingen?

- Ja
 - Nee
-

Q21 Is het hebben van een familiestatuu voor uw family office in uw ogen van toegevoegde waarde?

- Ja
- Nee

End of Block: Default Question Block

11 Bijlage 2: Interviewopzet

Naam interviewer	Simon IJsseldijk
Datum en tijdstip	
Volgnummer	
Organisatie respondent	
Aandeelhouder (familie):	
Naam respondent	
Locatie	
Anonimiteit gewenst	Ja/nee

Introductie

- Voorstelronde
- Korte uitleg over scriptieonderwerp en ASRE
- Doel van het interview
- Tijdsduur interview
- Structuur van het interview: eerst korte vragenlijst, op basis daarvan open vragen
- Aangeven dat interview wordt opgenomen
- Anonimiteit gewenst ja/nee?
- Eventuele opmerkingen of vragen?

Context en samenstelling portefeuille

- Wat is de oorsprong van het vermogen en is de oorspronkelijke activiteit nog steeds onderdeel of is dit verkocht?
- U belegt in (in)direct vastgoed. Kunt u een beeld schetsen van de samenstelling van uw portefeuille? (type, aantallen, geografie, omvang)
- In welke asset classes belegt uw organisatie? Wat is hier de reden van?
- Hoe beschrijft u uw beleggingsbeleid in termen van risico, horizon en rendement?
- Kunt u vertellen wat de drijfveren zijn om in vastgoed te beleggen?
- Uw organisatie is op één/meerdere strategische niveau(s) betrokken bij de vastgoedportefeuille. Kunt u aangeven wat heeft geleid tot deze keuzes? Waarom kiest u ervoor om dit intern/extern op te lossen? Hoe zorgt u ervoor dat externe partijen en adviseurs in uw belang handelen?
- U houdt rekening met een korte/lange beleggingshorizon. Kunt u aangeven waarom u hiervoor kiest? Sluit dit aan bij uw organisatie en familiekenmerken?
- U maakt geen/beperkt gebruik van vreemd vermogen. Wat is hiervoor de voornaamste reden?
- Heeft u gedeelde investeringen samen met andere familiebedrijven? Of bent asset manager namens een andere familie? Wat is hiervan de voornaamste reden?

Karakteristieken familiebedrijf

- Zijn de familiedoelstellingen en het familiebeleid vastgelegd? Gelden er ook specifieke afspraken omtrent (vastgoed)beleggingen?
- Wat zijn volgens u factoren waardoor een familiebedrijf verschilt van een reguliere bedrijf?
- In hoeverre zijn de factoren een meerwaarde?
- In hoeverre spelen deze factoren een rol bij uw beleggingsbeleid en beleggingsbeslissingen?
- In hoeverre speelt emotie hierbij een rol bij beleggingsbeslissingen?
- Welke maatregelen heeft u getroffen om irrationeel gedrag en emotie te filteren?
- Het beleggingsbeleid en de keuzes die gemaakt worden raken de gehele familie. Hoe gaat u om met de besluitvorming?
- Hoe is het familiebedrijf gestructureerd? (fondsstructuur vs. gescheiden vermogens)
- Hoeveel generaties zijn er nu betrokken? Hoe is overdracht van de ene naar de andere generatie geregeld? Ziet u interesse en betrokkenheid bij de volgende generatie? Wat is er veranderd bij eerdere overdrachten naar een volgende generatie?
- Hoe beschrijft u de betrokkenheid van de aandeelhouder binnen de organisatie?
- Is de sfeer binnen het bedrijf voornamelijk sociaal of kapitalistisch gedreven? Hoe komt dit?
- Bent u geneigd eerder zaken te doen met andere familiebedrijven? Merkt u dit bij anderen?

Adviesvraag

- Waar liggen mogelijkheden voor advies en hulp?

Afsluiting

- Wilt u nog iets toevoegen aan het gesprek wat in uw ogen tot nu toe onderbelicht is?
- Afsluiten en bedanken
- Mogelijkheid om achteraf nog opmerkingen te plaatsen, per e-mail of telefonisch

Diverse hulpvragen voor de interviewer

- Heb ik het goed begrepen dat?
- Als ik het goed begrijp stelt u ..., klopt deze conclusie?
- Wat bedoeld u daarmee?
- Wat gebeurde er toen?
- Dat is interessant, kunt u daar iets meer over vertellen?

12 Bijlage 3: Transcripten interviews

Deze bijlagen bevat de samengevatte transcripten. Deze zijn in deze versie niet gepubliceerd vanwege de vereiste anonimiteit van de respondenten en de mogelijke herleidbaarheid van individuen bij het publiceren van de volledige transcripten. De audio opnames van de interviews zijn op aanvraag beschikbaar bij de onderzoeker, doch worden deze niet gedeeld met personen buiten de ASRE.

13 Bijlage 4: Codeboom

Context en portefeuille

- Toepassing beleggingstheorieën
- Beleggingskarakteristieken familie
- Herkomst & omvang vermogen
- Asset classes, horizon en doelstelling
- Verankering beleggingsbeleid
- Organisatie

Karakteristieken familiebedrijf

- Continuïteit
- Gemeenschap
- Verbondenheid
- Daadkracht
- Controle
- Cultuur

14 Bijlage 5: Toestemming ASRE anonimiteit



datum
12 maart 2021

De heer S. H. IJsseldijk
Per email: s.ijsseldijk@compact-res.nl

onderwerp
Uitspraak vertrouwelijkheid

kenmerk
ONDW/excom/corr/2021/NV

Geachte mijnheer IJsseldijk, beste Simon,

Huys Azië
Jollemanhof 5
1019 GW Amsterdam

De examencommissie van de ASRE heeft uw verzoek om de bijlages met transcripten van interviews niet te publiceren in behandeling genomen. Afgelopen maandag was de commissie in vergadering bijeen en heeft het volgende besluit genomen.

postadres
Postbus 140
1000 AC Amsterdam

Besluit
De examencommissie bevestigt dat het in het hoofddocument van de scriptie volstaat om te werken met geanonimiseerde gegevens en dat u de transcripten van interviews kunt opnemen in bijlagen. Tegelijkertijd geeft de commissie goedkeuring om deze bijlagen vertrouwelijk te behandelen.

t +31(0)20 668 11 29
f +31(0)20 668 03 61
e info@asre.nl
w www.asre.nl

Toelichting

De commissie is van mening dat elke afstudeeropdracht een openbaar en een dienstbaar aan onderzoek en onderwijs document dient te zijn. In de Scriptiehandleiding wordt dit duidelijk aangegeven in artikel 2.6. Slechts bij uitzondering kunnen bijlagen voor twee jaar vertrouwelijk worden behandeld.

ABN AMRO
NL72ABNA 046 58 41 376
Kamer van Koophandel
698 22 190

De commissie begrijpt echter de gevoeligheid van de door u afgenomen interviews. Ook heeft de commissie de huidige wetgeving omtrent privacy in haar afweging meegenomen. Deswege heeft de commissie besloten voor uw scriptie een uitzondering te maken. De bijlagen van uw afstudeeropdracht kunnen vertrouwelijk blijven. U dient er wel voor zorg te dragen dat bij de verdediging van uw scriptie de transcripten inzichtelijk voor de examinatoren zijn, zodat een betrouwbare en transparante onderbouwing van uw onderzoek verifieerbaar is.

Beroep

Voor de beroepsprocedure tegen de beslissingen van de Examencommissie raadpleegt u de Onderwijs- en Examenregeling (OER) per 1 september 2020. De termijn voor beroep is 20 werkdagen na dagtekening van deze brief. De instantie waartoe u zich kunt wenden, is het College van Beroep voor de Examens (Cobex).

Met vriendelijke groet,

N. Vlek
Secretaris Examencommissie ASRE

15 Bijlage 6: Rendementsberekeningen modelportefeuilles

De rendementsberekeningen behorende bij de vier modelportefeuilles zijn op de volgende pagina's weergegeven. Deze zijn op verzoek bij de onderzoeker beschikbaar.

15.1 Portefeuille A

15.1.1 Input & Output

Modelportefeuille inputsheet

Vermogensopbouw bij aanvang		Kenmerken woningportefeuille	
Eigen vermogen	€ 200.000.000	Aandeel totaal	100%
Vreemd vermogen	€ -	Aantal objecten t=0	569
Totaal vermogen	€ 200.000.000	Totale huurroom t=0	€ 7.339.450 per jaar
LTV doel portefeuille bij aanvang	0,00%	Type	middenhuur
Asset allocatie		Gemiddeld metrage	80,00 m2
Woningen	100%	Bruto huurprijs gemiddeld	€ 1.075 per maand
Retail (highstreet)	0%	Bruto huurprijs gemiddeld per m2	€ 13,44 per m2 per maand
Retail (supermarkt/wijkcentra)	0%	Exploitatiebeleid	
Bedrijfsmatig	0%	Maximale huurverhoging beleid	0,5% bovenop CPI
Kantoren	0%	Mutatiegraad	7,00%
Totaal	100%	Makelaarskosten	1,0 x maandhuur
Horizon en filosofie		Oninbare huren	1,0%
Horizon	25 jaar	Frictieleegstand	0,5 x maandhuur
Herinvesteren in wonen	1:1=ja, 0=nee	Leegstand	0,0%
Financieringsvoorwaarden bij herinvestering (garantstelling overige portefeuille)		Verbouwingskosten	€ 15.000 1x per 15 jaar
LTV	0,00%	Acquisitie	
Rente	1,75%	BAR k.k.	4,00% gemiddeld
Aflossing	1,00%	Factor	25,00
Looptijd	10 jaar	Investering	€ 351.525
Type aflossing eind	Lineair met bullet	Dispositie	
Afsluitprovisie	0,50% van hoofdsom	Exit yield (t=25)	4,13%
Macroeconomische gegevens		Factor	24,24
Inflatie	2,00%	Verkoopjaar	25
Exploitatiekosten		Exit yield veroudering	0,0050%
Property & asset management fee	5,00%	Kosten koper	
Onderhoudskosten (incl. groot onderhoud)	3,50% van de huurinkomsten	Overdrachtsbelasting	8,0%
Verzekering	0,10% van herbouwwaarde (uitgangspunt: 50% van waarde)	Transactiekosten (DD, notaris, etc)	1,0%
Gemeentelijke belastingen	0,15% van WOZ	Financieringsvoorwaarden	
Output		LTV	0,00%
IRR	4,78%	Rente	1,75%
Direct rendement gemiddeld	3,42%	Aflossing	1,00%
Indirect rendement gemiddeld	1,36%	Looptijd	10 jaar
Totaal rendement gemiddeld	4,78%	Type aflossing eind	Lineair met bullet
Vermogensopbouw op t=25		Afsluitprovisie	0,50% van hoofdsom
Eigen vermogen	€ 461.567.136		
Vreemd vermogen	€ -		
Totaal vermogen	€ 461.567.136		
LTV resultaat op t=25	0,00%		
Asset allocatie op t=25			
Woningen	100%		
Retail (highstreet)	0%		
Retail (supermarkt/wijkcentra)	0%		
Bedrijfsmatig	0%		
Kantoren	0%		

15.2 Portefeuille B

15.2.1 Input & Output

Modelportefeuille inputsheet

Vermogensbouw bij aanvang		Kenmerken woningportefeuille		Kenmerken retailportefeuille (highstreet)		Kenmerken retailportefeuille (supermarkt/wijkcentra)		Kenmerken bedrijfmatige portefeuille		Kenmerken kantoorportefeuille	
Eigen vermogen	€ 200.000.000	Aandiel totaal	30%	Aandiel totaal	15%	Aandiel totaal	20%	Aandiel totaal	15%	Aandiel totaal	20%
Vreemd vermogen	€ 200.000.000	Aantal objecten t+0	123	Aantal objecten t+0	7	Aantal objecten t+0	21	Aantal objecten t+0	139	Aantal objecten t+0	21
Totaal vermogen	€ 200.000.000	Totale huurstroomb t+0	€ 2.201.833 per jaar	Totale huurstroomb t+0	€ 1.800.000 per jaar	Totale huurstroomb t+0	€ 2.000.000 per jaar	Totale huurstroomb t+0	€ 2.339.450 per jaar	Totale huurstroomb t+0	€ 2.622.000 per jaar
LTV doel portefeuille bij aanvang	0,00%	Type	Woningbouw	Gemiddeld metrage	300,00 m2	Gemiddeld metrage	2.900,00 m2	Gemiddeld metrage	2.900,00 m2	Gemiddeld metrage	2.900,00 m2
Asset allocatie		Bruto huurprijs gemiddeld	€ 200.000 per jaar	Bruto huurprijs gemiddeld	€ 200.000 per jaar	Bruto huurprijs gemiddeld	€ 200.000 per jaar	Bruto huurprijs gemiddeld	€ 120.000 per jaar	Bruto huurprijs gemiddeld	€ 378.000 per jaar
Woningen	50%	Bruto huurprijs gemiddeld per m2	€ 27,22 per maand	Bruto huurprijs gemiddeld per m2	€ 400,00 per m2 per jaar	Bruto huurprijs gemiddeld per m2	€ 400,00 per m2 per jaar	Bruto huurprijs gemiddeld per m2	€ 60,00 per m2 per jaar	Bruto huurprijs gemiddeld per m2	€ 130,00 per m2 per jaar
Retail (highstreet)	10%	Exploitatiebeleid		Exploitatiebeleid		Exploitatiebeleid		Exploitatiebeleid		Exploitatiebeleid	
Retail (supermarkt/wijkcentra)	20%	Maximale huurverhoging beleid	0,50% bovenop CPI	Huurverhoging	CPI	Huurverhoging	CPI	Huurverhoging	CPI	Huurverhoging	CPI
Bedrijfsmatige	15%	Mutatiegraad	7,00%	Gemiddelde looptijd huurovereenkomst	5 jaar	Gemiddelde looptijd huurovereenkomst	10 jaar	Gemiddelde looptijd huurovereenkomst	5 jaar	Gemiddelde looptijd huurovereenkomst	5 jaar
Kantoren	10%	Makelaarskosten	1,00%	Incentives	0,50% in jaar 1	Incentives	0,25% in jaar 1	Incentives	0,50% in jaar 1	Incentives	0,50% in jaar 1
Totaal	100%	Onbare huren	1,00%	Leegstand	0,50% in iedere 10 jaar	Leegstand	0,10% in iedere 10 jaar	Leegstand	0,50% in iedere 10 jaar	Leegstand	0,50% in iedere 10 jaar
Horizon en filosofie		Friedregstand	0,20%	Makelaarskosten	12,00%	Makelaarskosten	12,00%	Makelaarskosten	12,00%	Makelaarskosten	12,00%
Horizon	25 jaar	Verbouwingskosten	€ 15.000 per 15 jaar	Onbare huren	2,50%	Onbare huren	2,00%	Onbare huren	4,00%	Onbare huren	3,50%
Herinvesteren in wonen	1-10 jaar, Onbeo	Acquisitie		Acquisitie		Acquisitie		Acquisitie		Acquisitie	
Financieringsvoorwaarden bij herinvestering (garantstelling overige portefeuilles)		BAR k.k.	€ 4.000 gemiddeld	BAR k.k.	€ 5.000 gemiddeld	BAR k.k.	€ 6.000 gemiddeld	BAR k.k.	€ 8.500 gemiddeld	BAR k.k.	€ 2.000 gemiddeld
LTV	0,00%	Factor	25,00%	Factor	15,00%	Factor	15,00%	Factor	11,50%	Factor	14,20%
Rente	1,75%	Investering	€ 351.124,3	Investering	€ 3.353.846,3	Investering	€ 9.683.333,3	Investering	€ 1.538.824,3	Investering	€ 3.838.286,3
Aflossing	1,00%	Dispositie		Dispositie		Dispositie		Dispositie		Dispositie	
Looptijd	10 jaar	Exit yield (t+25)	4,13%	Exit yield (t+25)	6,89%	Exit yield (t+25)	6,25%	Exit yield (t+25)	8,81%	Exit yield (t+25)	7,31%
Type aflossing eind	Linear met buffer	Factor	24,24%	Factor	14,95%	Factor	14,00%	Factor	11,30%	Factor	13,60%
Afschrijvings	0,00% van hoofdsom	Verkoopbaar	75%	Verkoopbaar	75%	Verkoopbaar	75%	Verkoopbaar	75%	Verkoopbaar	75%
Macro-economische gegevens		Exit yield veroudering	0,0075%	Exit yield veroudering	0,0075%	Exit yield veroudering	0,0100%	Exit yield veroudering	0,0125%	Exit yield veroudering	0,0125%
Inflatie	2,00%	Kosten koper		Kosten koper		Kosten koper		Kosten koper		Kosten koper	
Afschrijvings	0,00% van hoofdsom	Overdrachtsbelasting	8,00%	Overdrachtsbelasting	8,00%	Overdrachtsbelasting	8,00%	Overdrachtsbelasting	8,00%	Overdrachtsbelasting	8,00%
Exploitatiekosten		Transactiekosten (DD, notaris, etc)	1,00%	Transactiekosten (DD, notaris, etc)	1,00%	Transactiekosten (DD, notaris, etc)	1,00%	Transactiekosten (DD, notaris, etc)	1,00%	Transactiekosten (DD, notaris, etc)	1,00%
Property & asset management fee	0,00%	Financieringsvoorwaarden		Financieringsvoorwaarden		Financieringsvoorwaarden		Financieringsvoorwaarden		Financieringsvoorwaarden	
Onderhoudskosten (incl. groot onderhoud)	3,50% van de huurinkomsten	LTV	0,00%	LTV	0,00%	LTV	0,00%	LTV	0,00%	LTV	0,00%
Verpakking	0,10% van bouwvoorwaarden (afgangspunt: 50% van waarde)	Rente	1,75%	Rente	2,50%	Rente	2,25%	Rente	2,75%	Rente	2,75%
Gemeentelijke belastingen	0,15% van WDOZ	Aflossing	1,00%	Aflossing	1,50%	Aflossing	1,50%	Aflossing	1,50%	Aflossing	1,50%
Output		Looptijd	10 jaar	Looptijd	10 jaar	Looptijd	10 jaar	Looptijd	10 jaar	Looptijd	10 jaar
RR	5,41%	Type aflossing eind	Linear met buffer	Type aflossing eind	Linear met buffer	Type aflossing eind	Linear met buffer	Type aflossing eind	Linear met buffer	Type aflossing eind	Linear met buffer
Direct rendement gemiddeld	5,40%	Afschrijvings	0,00% van hoofdsom	Afschrijvings	0,00% van hoofdsom	Afschrijvings	0,00% van hoofdsom	Afschrijvings	0,00% van hoofdsom	Afschrijvings	0,00% van hoofdsom
Indirect rendement gemiddeld	0,01%	Vermogensbouw op t+25		Vermogensbouw op t+25		Vermogensbouw op t+25		Vermogensbouw op t+25		Vermogensbouw op t+25	
Totaal rendement gemiddeld	5,41%	Eigen vermogen	€ 469.491.878	Eigen vermogen	€ 469.491.878	Eigen vermogen	€ 469.491.878	Eigen vermogen	€ 469.491.878	Eigen vermogen	€ 469.491.878
Asset allocatie op t+25		Vreemd vermogen	€ 469.491.878	Vreemd vermogen	€ 469.491.878	Vreemd vermogen	€ 469.491.878	Vreemd vermogen	€ 469.491.878	Vreemd vermogen	€ 469.491.878
Woningen	58%	LTV resultaat op t+25	0,00%	LTV resultaat op t+25	0,00%	LTV resultaat op t+25	0,00%	LTV resultaat op t+25	0,00%	LTV resultaat op t+25	0,00%
Retail (highstreet)	10%	Asset allocatie op t+25		Asset allocatie op t+25		Asset allocatie op t+25		Asset allocatie op t+25		Asset allocatie op t+25	
Retail (supermarkt/wijkcentra)	11%	Woningen	58%	Woningen	58%	Woningen	58%	Woningen	58%	Woningen	58%
Bedrijfsmatige	9%	Retail (highstreet)	10%	Retail (highstreet)	10%	Retail (supermarkt/wijkcentra)	11%	Retail (supermarkt/wijkcentra)	11%	Retail (supermarkt/wijkcentra)	11%
		Bedrijfsmatige	9%	Bedrijfsmatige	9%						

15.2.2 Rekensheet

Accountnummer	Accountomschrijving	1-1	1-2	1-3	1-4	1-5	1-6	1-7	1-8	1-9	1-10	1-11	1-12	1-13	1-14	1-15	1-16	1-17	1-18	1-19	1-20	1-21	1-22	1-23	1-24	1-25	1-26	1-27	1-28	1-29	1-30	Totaal
1000000000	0000000000																															
1000000000 - 0000000000: Rekening voor de afrekening van de btw op de verkoop van onroerende goederen																																
1000000000	0000000000	1000000000																													1000000000	
1000000000 - 0000000000: Rekening voor de afrekening van de btw op de verkoop van onroerende goederen																																
1000000000	0000000000																															
1000000000 - 0000000000: Rekening voor de afrekening van de btw op de verkoop van onroerende goederen																																

15.3 Portefeuille C

15.3.1 Input & Output

Modelportefeuille inputsheet

Vermogensopbouw bij aanvang

Eigen vermogen	€ 200.000.000
Vreemd vermogen	€ 300.000.000
Totaal vermogen	€ 500.000.000
LTV doel portefeuille bij aanvang	60,00%

Asset allocatie

Woningen	100%
Retail (highstreet)	0%
Retail (supermarkt/wijkcentra)	0%
Bedrijfsmatig	0%
Kantoren	0%
Totaal	100%

Horizon en filosofie

Horizon	25 jaar
Herinvesteren in wonen	1 = ja, 0 = nee

Financieringsvoorwaarden bij herinvestering (garantstelling overige portefeuille)

LTV	60,00%
Rente	1,75%
Aflossing	1,00%
Looptijd	10 jaar
Type aflossing eind	Lineair met bullet
Afsluitprovisie	0,50% van hoofdsom

Macroeconomische gegevens

Inflatie	2,00%
----------	-------

Exploitatiekosten

Property & asset management fee	5,00%
Onderhoudskosten (incl. groot onderhoud)	3,50% van de huurinkomsten
Verzekering	0,10% van herbouwwaarde (uitgangspunt: 50% van waarde)
Gemeentelijke belastingen	0,15% van WOZ

Output

IRR	7,29%
Direct rendement gemiddeld	3,58%
Indirect rendement gemiddeld	3,72%
Totaal rendement gemiddeld	7,29%

Vermogensopbouw op t=25

Eigen vermogen	€ 820.225.504
Vreemd vermogen	€ 437.097.407
Totaal vermogen	€ 1.257.322.911
LTV resultaat op t=25	34,76%

Asset allocatie op t=25

Woningen	100%
Retail (highstreet)	0%
Retail (supermarkt/wijkcentra)	0%
Bedrijfsmatig	0%
Kantoren	0%

Kenmerken woningportefeuille

Aandeel totaal	100%
Aantal objecten t=0	1422
Totale huurstroomb t=0	€ 18.348.624 per jaar
Type	middenhuur
Gemiddeld metrage	80,00 m2
Bruto huurprijs gemiddeld	€ 1.075 per maand
Bruto huurprijs gemiddeld per m2	€ 13,44 per m2 per maand

Exploitatiebeleid

Maximale huurverhoging beleid	0,5% bovenop CPI
Mutatiegraad	7,00%
Makelaarskosten	1,0 x maandhuur
Oninbare huren	1,0%
Frictieleegstand	0,5 x maandhuur
Leegstand	0,0%
Verbouwingskosten	€ 15.000 1x per 15 jaar

Acquisitie

BAR k.k.	4,00% gemiddeld
Factor	25,00
Investering	€ 351.525

Dispositie

Exit yield (t=25)	4,13%
Factor	24,24
Verkoopjaar	25
Exit yield veroudering	0,0050%

Kosten koper

Overdrachtsbelasting	8,0%
Transactiekosten (DD, notaris, etc)	1,0%

Financieringsvoorwaarden

LTV	60,00%
Rente	1,75%
Aflossing	1,00%
Looptijd	10 jaar
Type aflossing eind	Lineair met bullet
Afsluitprovisie	0,50% van hoofdsom

15.3.2 Rekensheet

Rijnummer gegevens	Jaar	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
Eigen vermogen		€	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	
Vrijwillig vermogen		€	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	
Totaal vermogen		€	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	
Aantal woningen			1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	
Gemiddelde huur per maand per woning		€	1.075	1.100	1.125	1.150	1.175	1.200	1.225	1.250	1.275	1.300	1.325	1.350	1.375	1.400	1.425	1.450	1.475	1.500	1.525	1.550	1.575	1.600	1.625	1.650	1.675	1.700
Totale waarde huur		€	1.527.150	1.563.000	1.597.500	1.641.000	1.683.500	1.735.500	1.796.500	1.866.000	1.943.500	2.029.500	2.124.500	2.228.000	2.340.000	2.460.500	2.590.000	2.728.000	2.874.500	3.030.000	3.194.500	3.368.000	3.550.000	3.741.000	3.941.000	4.150.000	4.368.000	4.595.000
Eenheid		€	1.075	1.100	1.125	1.150	1.175	1.200	1.225	1.250	1.275	1.300	1.325	1.350	1.375	1.400	1.425	1.450	1.475	1.500	1.525	1.550	1.575	1.600	1.625	1.650	1.675	1.700
Koppen incl. overdrachtsbelasting en transactiekosten		€	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00
Eigen vermogen		€	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00
Vrijwillig vermogen		€	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00
Totaal vermogen		€	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00
Aantal woningen			1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	1.422	
Gemiddelde huur per maand per woning		€	1.075	1.100	1.125	1.150	1.175	1.200	1.225	1.250	1.275	1.300	1.325	1.350	1.375	1.400	1.425	1.450	1.475	1.500	1.525	1.550	1.575	1.600	1.625	1.650	1.675	1.700
Totale waarde huur		€	1.527.150	1.563.000	1.597.500	1.641.000	1.683.500	1.735.500	1.796.500	1.866.000	1.943.500	2.029.500	2.124.500	2.228.000	2.340.000	2.460.500	2.590.000	2.728.000	2.874.500	3.030.000	3.194.500	3.368.000	3.550.000	3.741.000	3.941.000	4.150.000	4.368.000	4.595.000
Eenheid		€	1.075	1.100	1.125	1.150	1.175	1.200	1.225	1.250	1.275	1.300	1.325	1.350	1.375	1.400	1.425	1.450	1.475	1.500	1.525	1.550	1.575	1.600	1.625	1.650	1.675	1.700
Koppen incl. overdrachtsbelasting en transactiekosten		€	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00
Eigen vermogen		€	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00
Vrijwillig vermogen		€	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00	300.000,00
Totaal vermogen		€	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00

15.4 Portefeuille D

15.4.1 Input & Output

Modelportefeuille inputsheet

Vermogensbouw bij aanvang		Kenmerken woningportefeuille		Kenmerken retailportefeuille (highstreet)		Kenmerken retailportefeuille (supermarkt/wijkcentra)		Kenmerken bedrijfmatige portefeuille		Kenmerken kantoorportefeuille	
Eigen vermogen	€ 200.000,00	Aandiel totaal	30%	Aandiel totaal	15%	Aandiel totaal	20%	Aandiel totaal	15%	Aandiel totaal	20%
Vreemd vermogen	€ 300.000,00	Aantal objecten t=0	427	Aantal objecten t=0	22	Aantal objecten t=0	11	Aantal objecten t=0	29	Aantal objecten t=0	11
Totaal vermogen	€ 500.000,00	Totale huurstroomb t=0	€ 4.504.587 per jaar	Totale huurstroomb t=0	€ 4.400.000 per jaar	Totale huurstroomb t=0	€ 5.000.000 per jaar	Totale huurstroomb t=0	€ 5.848.824 per jaar	Totale huurstroomb t=0	€ 6.378.000 per jaar
LTV doel portefeuille bij aanvang	60,00%	Type	Woningbouw	Gemiddeld metrage	300,00 m2	Gemiddeld metrage	2500,00 m2	Gemiddeld metrage	2000,00 m2	Gemiddeld metrage	2500,00 m2
Asset allocatie		Bruto huurprijs gemiddeld		Bruto huurprijs gemiddeld per m2		Bruto huurprijs gemiddeld		Bruto huurprijs gemiddeld per m2		Bruto huurprijs gemiddeld	
Woningen	60%	€ 272,22 per maand		€ 10,84 per m2 per maand		€ 200.000 per jaar		€ 120.000 per jaar		€ 378.000 per jaar	
Retail (highstreet)	20%	€ 400,00 per m2		€ 400,00 per m2 per jaar		€ 400,00 per m2 per jaar		€ 60,00 per m2 per jaar		€ 150,00 per m2 per jaar	
Retail (supermarkt/wijkcentra)	20%										
Bedrijfsruimte	0%										
Kantoren	0%										
Totaal	100%										
Horizon en filosofie		Exploitatiebeleid		Exploitatiebeleid		Exploitatiebeleid		Exploitatiebeleid		Exploitatiebeleid	
Horizon	25 jaar	Maximale huurverhoging beleid	0,50% bovenop CPI	Huurverhoging	CPI	Huurverhoging	CPI	Huurverhoging	CPI	Huurverhoging	CPI
Herinvesteren in wonen	1-10 jaar, Onease	Mutatiegraad	7,00%	Gemiddelde looptijd huurovereenkomst	10 jaar	Gemiddelde looptijd huurovereenkomst	10 jaar	Gemiddelde looptijd huurovereenkomst	9 jaar	Gemiddelde looptijd huurovereenkomst	9 jaar
Financieringsvoorwaarden bij herinvestering (garantstelling overige portefeuilles)		Makelaarskosten		Incentives		Incentives		Incentives		Incentives	
LTV	60,00%	0,10% maandhuur		0,25% in jaar 1		0,25% in jaar 1		0,25% in jaar 1		0,25% in jaar 1	
Rente	1,75%	0,10%		0,10% in iedere 10 jaar		0,10% in iedere 10 jaar		0,10% in iedere 10 jaar		0,10% in iedere 10 jaar	
Aflossing	1,00%	0,08%		12,0%		12,0%		12,0%		12,0%	
Looptijd	10 jaar	0,08%		2,50%		2,50%		4,0%		4,0%	
Type aflossing eind	Lineair met buffer	0,00%									
Afsluitprovisie	0,00% van hoofdsom	Verbuwingskosten		Acquisitie		Acquisitie		Acquisitie		Acquisitie	
Macro-economische gegevens		0,00%		BAR k.k.		BAR k.k.		BAR k.k.		BAR k.k.	
Inflatie	2,00%	€ 25,00 per 15 jaar		€ 6,500 gemiddeld		€ 6,500 gemiddeld		€ 8,500 gemiddeld		€ 7,000 gemiddeld	
Exploitatiekosten		€ 351,523		Factor		Factor		Factor		Factor	
Property & asset management fee	0,00%	€ 2,13%		€ 16,50		€ 16,50		€ 11,50		€ 14,20	
Onderhoudskosten (incl. groot onderhoud)	3,50% van de huurinkomsten	€ 24,24		€ 3.353.846		€ 9.883.333		€ 1.538.824		€ 5.839.286	
Verzekering	0,10% van bouwwaarde (afgangspunt: 50% van waarde)	€ 7,51		Dispositie		Dispositie		Dispositie		Dispositie	
Gemeentelijke belastingen	0,15% van WDOZ	€ 0,0075%		Exit yield (t+25)		Exit yield (t+25)		Exit yield (t+25)		Exit yield (t+25)	
Output		€ 0,0075%		€ 6,89%		€ 6,25%		€ 8,81%		€ 7,31%	
IRR	8,20%	€ 1,00%		Factor		Factor		Factor		Factor	
Direct rendement gemiddeld	6,35%	€ 25,00		€ 14,96		€ 18,00		€ 11,30		€ 13,60	
Indirect rendement gemiddeld	1,85%	€ 24,24		€ 2,75		€ 2,75		€ 2,51		€ 2,51	
Totaal rendement gemiddeld	8,20%	€ 0,0075%		€ 0,0075%		€ 0,0100%		€ 0,0125%		€ 0,0125%	
Vermogensbouw op t+25		€ 0,0075%		€ 8,0%		€ 8,0%		€ 8,0%		€ 8,0%	
Eigen vermogen	€ 816.294,150	€ 8,0%		€ 8,0%		€ 8,0%		€ 8,0%		€ 8,0%	
Vreemd vermogen	€ 108.789,849	€ 1,00%		€ 8,0%		€ 8,0%		€ 1,00%		€ 1,00%	
Totaal vermogen	€ 925.084,000	€ 1,00%		€ 8,0%		€ 8,0%		€ 1,00%		€ 1,00%	
LTV resultaat op t+25	37,66%	€ 1,00%		€ 8,0%		€ 8,0%		€ 1,00%		€ 1,00%	
Asset allocatie op t+25		€ 1,00%		€ 8,0%		€ 8,0%		€ 1,00%		€ 1,00%	
Woningen	64%	€ 1,00%		€ 8,0%		€ 8,0%		€ 1,00%		€ 1,00%	
Retail (highstreet)	8%	€ 1,00%		€ 8,0%		€ 8,0%		€ 1,00%		€ 1,00%	
Retail (supermarkt/wijkcentra)	10%	€ 1,00%		€ 8,0%		€ 8,0%		€ 1,00%		€ 1,00%	
Bedrijfsruimte	8%	€ 1,00%		€ 8,0%		€ 8,0%		€ 1,00%		€ 1,00%	
Kantoren	10%	€ 1,00%		€ 8,0%		€ 8,0%		€ 1,00%		€ 1,00%	

