

ACQUISITIEBESLUITVORMING BIJ PROJECTONTWIKKELAARS: RATIO OF (ONBEWUSTE) VOORKEUREN?

COMPANY RESEARCH PAPER. AMSTERDAM SCHOOL OF REAL ESTATE
JOPPE VAN DER HEIJDEN

“Ontwikkelen, dat is bij ons moeten. We moeten door, we moeten verder, dus we moeten heldhaftige keuzes maken. En acquisitie, dat mogen we doen zodra we vinden dat we dit kunnen doen.”

(Respondent interview, 2023)

Voorwoord

Voor u ligt mijn Company Research Paper (**CRP**), het slotstuk van een educatief proces waar ik in september 2020 mee ben gestart. Door mijn beperkte werkervaring werd ik op dat moment nog niet toegelaten tot de Master of Real Estate (**MRE**) aan de Amsterdam School of Real Estate (**ASRE**). In mijn drang om toch alvast te starten met de opleiding, koos ik ervoor om te beginnen met een losse module Investeringsanalyse. Dit heb ik begin 2021 eveneens gedaan voor de module Marktanalyse. In september 2021 startte vervolgens mijn MRE. Ten tijde van de verdediging van mijn CRP heb ik ruim drie jaar op de ASRE rondgelopen. Met veel enthousiasme kijk ik op deze tijd terug.

Bij het bepalen van het onderwerp van mijn CRP heb ik inspiratie gehaald uit mijn dagelijkse professionele praktijk. Ik had behoefte aan een onderwerp dat concreet genoeg was om er gedurende minimaal zes maanden vol enthousiasme aan te werken. Indien het onderwerp te abstract of theoretisch zou worden, zou dit enthousiasme – en daarmee de benodigde discipline – in het gedrang komen.

Als werknemer van projectontwikkelaar EDGE ben ik dagelijks bezig met het initiëren van nieuwe projecten. De huidige uitdagende economische tijd roept de vraag op of dit wel het moment is om projecten te acquireren. Coen van Oostrom – CEO en oprichter van EDGE – refereert regelmatig naar de laatste kredietcrisis. Met de kennis van vandaag had hij ervoor gekozen om zijn werknemers twee jaar vrij te geven. Er is in die tijd tenslotte geen geschikte acquisitie voorbijgekomen. Naar aanleiding hiervan rijst de vraag wat de rol van de acquisiteur vandaag de dag is? Wanneer wordt besloten om tot acquisitie over te gaan en kan dit besluit worden gekleurd?

Prof. dr. Martijn van den Assem heeft tijdens de module Portofolio Management college gegeven over de impact van *Behavioral Finance* op de menselijke besluitvorming. De wijze waarop het menselijk brein (onbewust) wordt beïnvloed heeft al langere tijd mijn interesse. De combinatie van mijn werk, het huidige economische klimaat en mijn interesse in het (dis)functioneren van het menselijk brein, heeft ertoe geleid dat ik onderzoek wilde gaan doen naar de cognitieve aspecten binnen het acquisitiebesluitvormingsproces van commerciële projectontwikkelaars. Het onderwerp van het onderzoek bleek gelukkig concreet genoeg, waardoor ik er met veel plezier en interesse aan heb kunnen werken.

Met het CRP wilde ik meer inzicht krijgen in mijn eigen cognitieve gedrag. Anderzijds hoopte ik tot aanbevelingen te komen die de kwaliteit van de acquisitiebesluitvorming binnen EDGE daadwerkelijk kan verbeteren. Dit moest worden bereikt door de bestudering van de relevante theorie, een nadere beschouwing van het acquisitiebesluitvormingsproces binnen EDGE en een kijkje in de keuken bij twee vergelijkbare commerciële ontwikkelaars. Door in uitdagende tijden op de juiste wijze tot acquisitiebesluiten te komen, kan een projectontwikkelaar haar bestaansrecht zekeren en winstgevende projecten acquireren.

Graag wil ik mijn werkgever bedanken, die ervoor heeft gezorgd dat ik deze opleiding kon gaan doen en dit op alle mogelijke manieren heeft gefaciliteerd. Daarnaast wil ik de geïnterviewden bedanken, zowel mijn collega's als de medewerkers van de twee andere projectontwikkelaars. Het is geen uitgemaakte zaak dat andere ontwikkelaars – mogelijke concurrenten bij acquisities – een kijkje in de keuken willen geven. Graag wil ik ook Wim van der Post bedanken. Als begeleider namens de ASRE heeft hij mij in een persoonlijk uitdagende tijd alle ruimte én steun gegeven om tot een tijdige afronding te komen. Dit heb ik zowel inhoudelijk als persoonlijk zeer gewaardeerd. Tenslotte een woord van dank aan mijn ouders, die door hun onafgebroken interesse en steun de constante factor zijn die ik iedereen toewens.

Dan rest mij te zeggen dat ik erg uit kijk naar het moment dat ik niet langer hoef te zeggen dat ik een MRE aan het doen ben, maar dat ik een Master of Real Estate ben. Dit levert hopelijk aanzienlijk meer tijd op om binnenkort op de juiste wijze tot succesvolle acquisitiebeslissingen te komen.

Joppe van der Heijden
Amsterdam, augustus 2023

Inhoudsopgave

Inhoudsopgave	3
Samenvatting.....	5
1. Inleiding.....	6
1.1. Aanleiding	6
1.2. Theorie	7
1.3. Probleemstelling.....	8
1.4. Onderzoeksdoel.....	8
1.5. Onderzoeksvraag.....	9
1.6. Deelvragen.....	9
1.7. Onderzoeksmethodologie.....	9
1.8. Onderzoeksmodel.....	10
1.9. Relevantie	10
2. Projectontwikkeling en acquisitie.....	12
2.1. Theoretische aspecten van projectontwikkeling	12
2.2. De type projectontwikkelaars.....	14
2.3. Het acquisitieproces.....	15
2.4. De haalbaarheidsanalyse en het investeringsvoorstel	16
2.5. Het acquisitiebesluit.....	17
2.6. Risicomanagement.....	18
2.7. Conclusie	19
3. Cognitieve invloeden op besluitvorming	20
3.1. Rationele of irrationele besluitvorming	20
3.2. Heuristieken.....	21
3.3. <i>Bias</i>	23
3.4. Reduceren van <i>bias</i>	25
3.5. Conclusie	28
4. <i>Biases</i> in acquisitie: <i>overconfidence</i> , <i>optimism</i> & <i>anchoring</i>	29
4.1. <i>Overconfidence</i>	29
4.2. <i>Optimism</i>	32
4.3. <i>Anchoring</i>	34
4.4. Conclusie	35
5. Praktijkonderzoek.....	36
5.1. Onderzoeksdoel.....	36
5.2. Onderzoeksmethode en opzet	37
5.3. Respondenten	39
5.4. Onderzoekopbouw.....	40
5.5. Uitvoering	41

5.6.	Verwerking.....	42
5.7.	Conclusie	42
6.	Resultaatanalyse	43
6.1.	Organisatiestructuur.....	43
6.2.	Initiatief, proces en informatievergaring.....	45
6.3.	<i>Biases</i> van de acquireur	48
6.4.	<i>Biases</i> van de beslisser	53
6.5.	Reduceren van <i>biases</i>	56
6.6.	Aanbevelingen EDGE.....	62
6.7.	Conclusie	64
7.	Conclusie & aanbevelingen	65
7.1.	Conclusie en aanbevelingen.....	65
7.2.	Aanbevelingen EDGE.....	67
7.3.	Reflectie	68
	Bibliografie.....	71
	Bijlagen	77

Ivm vertrouwelijkheid zijn de bijlagen niet bijgevoegd

Samenvatting

In deze Company Research Paper is onderzoek gedaan naar de impact van *Behavioral Finance* op het acquisitiebesluitvormingsproces van projectontwikkelaars. Meer specifiek was het doel van dit onderzoek om tot aanbevelingen te komen die het acquisitiebesluitvormingsproces van projectontwikkelaar EDGE daadwerkelijk kunnen verbeteren. Hierbij is gefocust op maatregelen ter minimalisering van het negatieve effect van *biases* – ook wel systematische normafwijkingen.

De acquisitiebesluitvormingsfase in projectontwikkeling kenmerkt zich doordat er relatief weinig informatie beschikbaar is over de mogelijke acquisitie, waardoor projectontwikkelaars zelf aannames moeten maken over de wijze waarop de belangrijkste parameters zich in de toekomst zullen ontwikkelen. Door deze beperkte hoeveelheid informatie, kan er geen volledig rationeel besluit tot stand komen. Hierdoor ontstaat er (onbewust) ruimte voor persoonlijke of intuïtieve invloeden die de besluitvorming kunnen kleuren. De wijze waarop het menselijke brein een rol speelt bij de beoordeling van de voorliggende acquisitie – zowel bij het doen van de toekomstige aannames als bij het daadwerkelijke investeringsbesluit – hangt samen met de theorie over *Behavioral Finance*.

Aan de hand van de analyse van de literatuur is onderzocht op welke wijze projectontwikkelaars tot acquisitiebesluiten komen. Vervolgens is bekeken op welke wijze het onbewuste menselijke gedrag – *Behavioral Finance* – een rol speelt binnen besluitvormingstrajecten. Specifiek is hierbij gericht op de rol van heuristieken (ook wel: *mental shortcuts*) en de daaruit voortvloeiende *biases* (ook wel: *systematische normafwijkingen*). De invloed van bias kan ertoe leiden dat de kwaliteit van het besluitvormingsacquisitieproces wordt aangetast. Naar aanleiding hiervan is onderzocht welke maatregelen genomen kunnen worden om deze negatieve invloed te voorkomen.

Na de afronding van de theoretische analyse, is op basis van een verkennend kwalitatief onderzoek nader bekeken hoe het acquisitiebesluitvormingsproces bij EDGE in de praktijk verloopt. Hiervoor zijn drie semigestructureerde interviews afgenomen met zowel acquireurs als directieleden. Op basis hiervan is geanalyseerd welke *biases* een rol spelen en welke risico's hieraan zijn verbonden. Samengevat hebben de *biases overconfidence, optimism, anchoring* en *the illusion of validity* de grootste negatieve impact op het acquisitiebesluitvormingsproces van EDGE. Daarnaast ontstaan er risico's doordat bij de toekomstige aannames te veel wordt geleund op (irrelevante) ervaringen uit het verleden of met andere projecten.

Door inzicht te krijgen in de *biases* die in de praktijk een rol spelen binnen EDGE, kon er gericht worden onderzocht welke maatregelen genomen kunnen worden om de negatieve effecten hiervan te minimaliseren. Enerzijds is in de literatuur gezocht naar effectieve bias-reducerende maatregelen. Anderzijds is er op basis van kwalitatief onderzoek bij twee vergelijkbare projectontwikkelaars onderzocht welke *biases* daar een rol spelen en welke effectieve maatregelen worden genomen om de negatieve impact hiervan te beperken.

Eenzijds het onderzoek naar de *biases* die in de acquisitiebesluitvormingspraktijk van EDGE een rol spelen en anderzijds de analyse – op basis van de literatuur en de werkwijze van twee vergelijkbare projectontwikkelaars – van de mogelijke maatregelen die genomen kunnen worden om de kwaliteit van dit proces te verbeteren, hebben geleid tot vijf concrete aanbevelingen.

Allereerst doet EDGE er verstandig aan om alle medewerkers die betrokken zijn bij het acquisitieproces zodanig te belonen dat zij meedelen in het uiteindelijke projectresultaat. Daarnaast valt aan te raden om de toekomstige aannames door een apart (intern) team te laten controleren alvorens het investeringsvoorstel wordt ingediend. Ten derde is het verstandig om een database bij te houden waarin de aannames en het uiteindelijke resultaat van opgeleverde projecten in terugkomen. Gestandaardiseerde – maar niet te uitgebreide – acquisitiedocumentatie leidt eveneens tot een verbetering van de kwaliteit van het proces. Tenslotte dienen uitgebreide scenarioanalyses onderdeel van het besluitvormingsproces te worden, om het risico van eventuele te optimistische aannames te minimaliseren.

1. Inleiding

1.1. Aanleiding

Onderhavige onderzoek wordt omschreven als een Company Research Paper. De auteur van het onderzoek neemt hierbij zijn eigen werkgever – EDGE Technologies – als onderwerp. EDGE is een commerciële projectontwikkelaar met een sterke focus op het (her)ontwikkelen van duurzame kantoorgebouwen.

Als acquisitiedirecteur is de auteur verantwoordelijk voor het acquireren van nieuwe projecten. Dit ziet toe op zowel het initiatieproces als op het voorbereiden van investeringsvoorstellen. Hiervoor worden haalbaarheidsanalyses en businessplannen opgesteld. Het doel is om de directie op basis van de investeringsvoorstellen een besluit te laten nemen om wel of niet te investeren in een nieuwe acquisitie.

Hierbij valt op dat op het moment dat de investeringsvoorstellen worden voorbereid, er vaak beperkte relevante informatie over de betreffende casus beschikbaar is. Dit leidt ertoe dat er aannames gedaan moeten worden over hoe de belangrijkste (commerciële) parameters zich in de toekomst zullen ontwikkelen. De personen die de investeringsvoorstellen maken, genieten binnen EDGE veel vrijheid om deze aannames zelf te maken. Hierdoor bestaat de kans dat zij het uiteindelijke investeringsbesluit kunnen kleuren. Anderzijds speelt de persoonlijke beoordeling van de directieleden – die uiteindelijk het investeringsbesluit dienen te nemen – een belangrijke rol bij de totstandkoming van acquisities.

In het licht van de professionele verantwoordelijkheden van de auteur, richt dit onderzoek zich op de wijze waarop binnen de besluitvormingsprocessen van commerciële projectontwikkelaars wordt geborgd dat er afgewogen en goed onderbouwde acquisitiebeslissingen worden genomen.

De relevantie van dit onderwerp geldt zowel in tijden waarin de waarde van vastgoed daalt – *moet er op dit moment wel worden geïnvesteerd in acquisities of is het verstandiger om te wachten tot de prijzen verder dalen?* – en in tijden waarin de waarde stijgt – *wordt er niet te veel voor een bepaalde acquisitie betaald en moet hier niet vanaf worden gezien?* Hierbij speelt mee dat commerciële projectontwikkelaars de druk kunnen voelen om projecten te acquireren, aangezien projecten in ontwikkeling vaak de algemene kosten van de projectontwikkelaarsorganisatie dekken. Kortom, projecten zijn de olie waar de motor op draait. Tel daar het ondernemende en opportunistische karakter van een projectontwikkelaar bij op, en een uitdagend organisatievraagstuk dient zich aan (Nozeman & Fokkema, 2008).

Aan de hand van een voorbeeld uit de praktijk zal de aanleiding voor dit onderzoek nader worden toegelicht.

Tender Jaarbeurspleingebouw

Op 15 juni 2023 kopt het Financieel Dagblad zowel ‘*ECB verhoogt rente naar hoogste niveau sinds 2001 en sorteert voor op een nieuwe stap*’ als ‘*Inzakkende vraag naar stenen en beton voorbode van meer pijn in de bouw*’. Een rondgang op de PROVADA op deze dag – de jaarlijks terugkerende vastgoedbeurs in Amsterdam – bevestigt het beeld dat de vastgoedsector zich medio 2023 in een dynamisch tijdperk bevindt. Een cocktail van stijgende kapitaalrentes, torenhogen bouwkosten, publiekrechtelijke onzekerheid en pessimistische institutionele beleggers heeft geleid tot een sterke afname van de investeringsbereidheid van commerciële projectontwikkelaars (Kuppeveld en De Boer, 2023; Vestergaard, 2023).

Des te opvallender was het persbericht van de gemeente Utrecht op 5 april 2023. Hierin werd aangekondigd dat EDGE de aanbestedingsprocedure voor het jaarbeurspleingebouw heeft gewonnen. Het winnende project – *genaamd Open* – bestaat uit circa 45.000 m² kantoorruimte en voorzieningen. Medio 2028 dient het gebouw zijn deuren te openen. Er is nog geen gebruiker voor het project gevonden.

Een bestudering van de laatste fase van de aanbestedingsprocedure leert dat EDGE de enige partij is geweest die een definitief plan heeft ingediend, terwijl er in totaal tien partijen aan de tender hebben deelgenomen. De twee overige partijen die tot de laatste fase waren toegelaten, hebben afgezien van de indiening van hun definitieve plan. Als reden wezen zij op de onzekerheden voortkomend uit het huidige economische klimaat en de daaraan verbonden risico's.

Op basis van dit recente voorbeeld rijst de vraag hoe het kan dat verschillende commerciële ontwikkelaars op basis van dezelfde informatie tot afwijkende investeringsbeslissingen komen. Waarom besluit EDGE in uitdagende commerciële tijden wel te investeren in een dergelijke acquisitie, terwijl andere gerenommeerde partijen dit niet doen? En wat is de invloed van het menselijk brein op dergelijke beslissingen? Is er sprake van onevenredig veel zelfvertrouwen binnen de directie van EDGE, of liggen er te optimistische aannames aan de investeringsbeslissing ten grondslag? Of beschikt EDGE over informatie die de andere partijen niet hebben?

In dit onderzoek zal nader worden onderzocht op welke wijze (onbewuste) cognitieve invloeden impact hebben op het acquisitiebesluitvormingsproces van commerciële projectontwikkelaars. Daarbij wordt zowel gekeken naar de fase waarin toekomstige aannames worden gemaakt die ten grondslag liggen aan het investeringsvoorstel als naar de fase waarin het uiteindelijke besluit wordt genomen.

1.2. Theorie

Bij commerciële projectontwikkeling staat de risico-rendementsverhouding centraal. Een projectontwikkelaar zal pas overgaan tot een acquisitiebesluit als hij op basis van zijn aannames overtuigd is dat de investering aan het einde van het project het gewenste rendement zal opleveren. Het minimaal te behalen rendement hangt daarbij samen met het niveau van de risico's die aan het project zijn verbonden (Geltner et al., 2013; Van Gool et al., 2013; Gehner, 2003).

Voorafgaand aan een acquisitiebeslissing dient door de projectontwikkelaar op basis van zeer beperkte informatie een aanneme te worden gedaan hoe kansen en risico's zich in de toekomst zullen ontwikkelen. Daarbij dient rekening te worden gehouden dat op veel van deze kansen en risico's geen – of in beperkte mate – invloed kan worden uitgeoefend. Een belangrijk onderdeel van het acquisitiebesluitvormingsproces is dus het maken van een inschatting van toekomstige ontwikkelingen van kansen en risico's. Dit wijkt af van een zuiver rationele afweging op basis van de volledige beschikbare relevante informatie.

Als de neoklassieke economische literatuur wordt gevolgd, dan zouden projectontwikkelaars beschikken over volledige informatie en mede op basis daarvan volstrekt rationeel handelen. Dit komt niet overeen met bovengenoemde praktijk, welke wordt gekenmerkt door een gebrek aan informatie en de noodzaak om op basis daarvan toekomstige inschattingen te maken (Prast, 2004; Bazerman & Moore, 2017).

Door te onderzoeken welke cognitieve factoren een rol spelen bij het acquisitiebesluitvormingsproces van commerciële projectontwikkelaars, betreden wij in dit onderzoek het vakgebied van de *Behavioral Finance*. Inzicht in de besluitvormingsmechanismen van de projectontwikkelaars – en in de daaraan verbonden (onbewuste) cognitieve valkuilen – dient te leiden tot aanbevelingen die de kwaliteit van het acquisitiebesluitvormingsproces van EDGE vergroten.

Eerder is onder meer door MSRE-student Gijsbers voor zijn afstudeerscriptie onderzoek gedaan naar de impact van *Behavioral Finance* op de beoordeling door taxateurs. Meer specifiek is voor onderhavig onderzoek de scriptie van MRE-student Van Duijn interessant. Als onderdeel van zijn afstudeertraject onderzocht hij de impact van *Behavioral Finance* op het acquisitiebesluitvormingsproces bij vijf Nederlandse projectontwikkelaars. Op basis van dit onderzoek wordt aangetoond dat individuen werkzaam bij projectontwikkelaars – en daarmee het acquisitiebesluitvormingsproces – beïnvloed worden door *biases*. Naar aanleiding hiervan gaat onderhavig onderzoek verder en onderzoekt specifiek op welke wijze *biases* een rol spelen bij commerciële projectontwikkelaars. Dit dient te leiden tot een set concrete aanbevelingen op basis waarvan EDGE de kwaliteit van het acquisitiebesluitvormingsproces daadwerkelijk kan verbeteren. In tegenstelling tot de scriptie van Van Duijn dient onderhavig onderzoek dus daadwerkelijk een verandering in de acquisitiebesluitvormingspraktijk van EDGE tot stand te brengen (Gijsbers, 2019; Van Duijn, 2022; Hoogervorst, 2017).

1.3. Probleemstelling

Een bestudering van de theorie over *Behavioral Finance* leert dat de beoordeling en besluitvorming van mensen niet volledig rationeel is, maar in sterke mate wordt beïnvloed door *heuristieken* ('*mental shortcuts*') en *biases* ('*systematische afwijkingen van de norm*' of '*vooroordelen*'). Hierdoor wordt besluitvorming gekleurd door de – onbewuste – cognitieve beoordeling van het individu. Bij specifiek het acquisitieproces van commerciële projectontwikkelaars, spelen deze elementen zowel een rol bij het opstellen van het investeringsvoorstel als bij het uiteindelijke besluitvormingsproces. Het gevaar is dat het acquisitiebesluitvormingsproces in beide fases (negatief) worden aangetast doordat de betrokken individuen onbewust vatbaar zijn voor *biases*, zoals bijvoorbeeld *overconfidence* of *optimism*.

De acquisitiefase binnen projectontwikkeling kenmerkt zich door de beperkte hoeveelheid beschikbare informatie en grote onzekerheid over toekomstige risico's en kansen. De ontwikkelaar dient op basis hiervan – en gebaseerd op zijn relevante ervaringen – een inschatting te maken of de investering in de toekomst tot het gewenste rendement zal leiden. Deze beoordeling is sterk gefocust op de financiële parameters van de specifieke casus (Ramselaar & Keeris, 2011).

De wijze waarop *biases* een rol spelen bij de voorbereiding van een acquisitievoorstel en het uiteindelijk nemen van het investeringsbesluit, blijft zowel in de theorie als praktijk onderbelicht. Gezien de mogelijke vergaande negatieve gevolgen van een verkeerde acquisitie, valt het projectontwikkelaars aan te raden zich meer bewust te worden van de aanwezigheid van *biases*.

Ter indicatie. Een projectontwikkelaar dient voorafgaand aan zijn investeringsbesluit in te schatten of de aangenomen bouwtijd realistisch is. Als deze beoordeling wordt beïnvloed door de *bias optimism*, dan kan dit ertoe leiden dat een investeringsbesluit wordt genomen op basis van een niet realistische bouwtijd. Dit kan negatieve gevolgen hebben voor het behalen van het geëiste rendement. In het slechtste geval kan dit ertoe leiden dat het project een negatief resultaat oplevert, wat de continuïteit van de projectontwikkelaar in gevaar kan brengen.

Eenzijds zoekt de projectontwikkelaar naar acquisities die in de toekomst leiden tot het gewenste rendement. Anderzijds maakt hij hiertoe geen volledig rationele beslissingen, aangezien er slechts beperkte informatie beschikbaar is en zijn vermogen om besluiten te nemen (onbewust) wordt beïnvloed door *heuristieken* en *biases*. Hierbij rijst de vraag op welke wijze projectontwikkelaars hun acquisitiebesluitvormingsmechanisme dienen in te richten op de negatieve gevolgen voortkomend uit heuristieken en *biases* te mitigeren of zelfs te elimineren (Kahneman, 2003).

Een analyse van de relevante literatuur, gecombineerd met een empirisch onderzoek naar het acquisitieproces in de praktijk bij drie vergelijkbare commerciële projectontwikkelaars, dient te leiden tot aanbevelingen op basis waarvan EDGE in de toekomst een kwalitatief acquisitiegoedkeuringsproces kan borgen. Hierbij wordt rekening gehouden met de mogelijke negatieve impact van *biases* op de betrokken individuen.

1.4. Onderzoeksdoel

In dit onderzoek staat het acquisitiebesluitvormingsproces bij commerciële projectontwikkelaars centraal. Het doel is om te onderzoeken hoe dit proces eruitziet, wat hier de impact is van *heuristieken* en *biases* en hoe deze (negatieve) impact kan worden voorkomen of gemitigeerd.

Dit dient te leiden tot een set aan concrete aanbevelingen op basis waarvan EDGE haar acquisitiebesluitvormingsproces kan verbeteren. Hiervoor moeten maatregelen worden genomen die de structurele negatieve impact van *biases* uitsluiten of sterk verminderen.

1.5. Onderzoeksvraag

In het onderhavige onderzoek staat de volgende onderzoeksvraag centraal:

Welke (cognitieve) mechanismen spelen een rol bij het acquisitiebesluitvormingsproces van commerciële projectontwikkelaars en op welke wijze kan de kwaliteit van de besluitvorming hierbinnen worden geoptimaliseerd?

1.6. Deelvragen

De onderzoeksvraag is opgedeeld in onderstaande deelvragen, waarbij een onderscheid wordt gemaakt tussen theorie, praktijk en analyse:

Theorie

1. Wat wordt er verstaan onder projectontwikkeling? **(Hoofdstuk 2)**
2. Hoe ziet het acquisitiebesluitvormingsproces van projectontwikkelaars eruit? **(Hoofdstuk 2)**
3. Op welke wijze komen projectontwikkelaars tot acquisitiebesluiten? **(Hoofdstuk 2)**
4. Welke rol speelt *Behavioral Finance* binnen het acquisitiebesluitvormingsproces van projectontwikkelaars? **(Hoofdstuk 3)**
5. Welke negatieve effecten hebben heuristische en *biases* op de kwaliteit van de acquisitiebesluitvorming van projectontwikkelaars? **(Hoofdstuk 3 en 4)**
6. Op welke wijze kunnen de negatieve effecten van *biases* op de kwaliteit van de acquisitiebesluitvorming worden tegengegaan? **(Hoofdstuk 3 en 4)**

Praktijk

7. Op welke wijze is het acquisitiebesluitvormingsproces van drie projectontwikkelaars ingericht en wat zijn hier de onderlinge verschillen? **(Hoofdstuk 5 en 6)**
8. Welke *biases* spelen in een rol binnen het acquisitiebesluitvormingsproces van EDGE? **(Hoofdstuk 6)**
9. Hoe wordt in de praktijk geborgd dat de negatieve effecten van *biases* gemitigeerd worden in het acquisitiebesluitvormingsproces? **(Hoofdstuk 6)**

Aanbevelingen

10. Hoe dient EDGE haar acquisitiebesluitvormingsproces aan te passen om de kwaliteit van haar besluitvormingsproces te optimaliseren? **(Hoofdstuk 6)**

1.7. Onderzoeksmethodologie

Het onderzoek betreft een kwalitatief verkennend onderzoek. De onderzoeksmethodologie bestaat uit twee verschillende onderdelen. Het eerste gedeelte is het literatuuronderzoek. Op basis van de relevante literatuur wordt omschreven wat er onder projectontwikkeling wordt verstaan, wat voor type acquisitie (commerciële) projectontwikkelaars kennen en hoe investeringsbeslissingen tot stand komen. Vervolgens wordt nader ingegaan op de theorie omtrent *Behavioral Finance*. Wat is de rol van het (onbewuste) menselijke gedrag bij het nemen van besluiten en hoe kunnen de negatieve effecten worden beperkt? Door de bestudering van de relevante literatuur, ontstaat het theoretische kader (hoofdstuk 2 tot en met 4).

Het tweede onderdeel bestaat uit een empirisch onderzoek op basis van zeven kwalitatieve en semigestructureerde interviews. Aangezien dit onderzoek uiteindelijk ten doel heeft het acquisitiebesluitvormingsproces binnen EDGE te verbeteren door de negatieve impact van *biases* te verminderen, is eerst onderzocht op welke wijze het acquisitiebesluitvormingsproces van EDGE op dit moment is ingericht. Hiervoor zijn drie medewerkers geïnterviewd die als taak hebben de acquisitievoorstellen voor te bereiden en vervolgens aan de directie ter goedkeuring voor te leggen. Deze medewerkers hebben de vrijheid om de commerciële aannames te bepalen die de basis vormen van het acquisitievoorstel. Daarnaast zijn er drie directieleden geïnterviewd, die als taak hebben om de acquisitievoorstellen te beoordelen en uiteindelijk de investeringsbeslissing dienen te nemen. Tenslotte is er een lid van de Raad van Advies geïnterviewd, die op basis van een adviserende rol strategisch betrokken is bij het acquisitiebesluitvormingsproces.

Aanvullend zijn er semigestructureerde en kwalitatieve interviews afgenomen bij twee vergelijkbare commerciële projectontwikkelaars. Bij beide organisaties is gesproken met een medewerker die de acquisitievorstellen voorbereidt en een lid van de directie die het voorstel beoordeelt en vervolgens dient te besluiten om te investeren. Op basis hiervan kan worden geanalyseerd in hoeverre – en in welke fase – het acquisitiebesluitvormingsproces in de praktijk door biases wordt beïnvloed en in welke mate de individuen werkzaam bij projectontwikkelaars op de hoogte zijn van (onbewuste) *biases* en de mogelijke negatieve effecten daarvan. Baseren de respondenten zich bij het beoordelen van een mogelijke acquisitie enkel op de aangedragen informatie? En zo ja – op welke wijze verifiëren zij dan de kwaliteit van de aangeleverde informatie? En op welke wijze zorgen zij ervoor dat hun persoonlijke voorkeuren (onbewust) geen rol spelen bij de besluitvorming?

Door het kwalitatieve onderzoek wordt een beeld gekregen op welke wijze het acquisitiebesluitvormingsproces bij verschillende projectontwikkelaars in de praktijk functioneert. In afwijking van eerder verrichtte onderzoeken is hierbij gekozen voor projectontwikkelaars die zo veel mogelijk op elkaar lijken qua organisatiestructuur, bedrijfsomvang, type projecten, commerciële doelstellingen en onafhankelijkheid. Dit dient het mogelijk te maken om een zo zuiver mogelijk vergelijk van het besluitvormingsproces te kunnen maken. De gedachte van de auteur hierbij is dat door de overeenkomstigheden in de (cultuur van de) organisaties, eventuele geconstateerde effectieve maatregelen eenvoudig binnen EDGE geïmplementeerd kunnen worden. Deze opvatting is ingegeven door de bestudering van de literatuur, waar wordt gesteld dat bias-reducerende maatregelen enkel efficiënt kunnen zijn indien deze eenvoudig te implementeren zijn. Indien vergelijkbare ontwikkelaars reeds van deze maatregelen gebruik maken, ligt in de rede dat ze ook eenvoudig bij EDGE ingevoerd kunnen worden (Larrick, 2014).

De combinatie van het literatuuronderzoek en het empirische onderzoek vormt de basis voor de beantwoording van de centrale onderzoeksvraag en het opstellen van de aanbevelingen voor EDGE.

1.8. Onderzoeksmodel

De uitkomst van de verschillende interviews wordt geanalyseerd op basis van het voorgaande literatuuronderzoek. Deze analyse is erop gericht om te beoordelen waar en op welk moment *biases* binnen het acquisitiebesluitvormingsproces van EDGE een risico opleveren. Daarnaast zal op basis van het literatuuronderzoek en de analyses van de interviews met de twee andere commerciële ontwikkelaars worden geanalyseerd welke maatregelen deze potentiële kans op negatieve effecten in de toekomst mogelijk kunnen voorkomen.

Teneinde tot effectieve aanbevelingen en daadwerkelijk inpasbare maatregelen te komen, is in ieder interview – zowel met de respondenten verbonden aan EDGE als aan de overige ontwikkelaars – ter sprake gekomen welke maatregelen genomen kunnen worden om het acquisitiebesluitvormingsproces te verbeteren. Deze aanbevelingen zijn vervolgens geanalyseerd op basis van de literatuur en beoordeeld in het licht van de *biases* waar EDGE mee te maken heeft. Dit heeft uiteindelijk geleid tot meerdere aanbevelingen, die zowel het acquisitievoorbereidingsproces als het acquisitiebesluitvormingsproces van EDGE kunnen verbeteren.

Om te borgen dat de respondenten geen sociaal wenselijke antwoorden zouden geven of zich hierbij te veel zouden richten op mogelijke *biases* – wat op zichzelf ook weer zou kunnen worden beschouwd als een cognitieve afwijking – is aan het begin van de interviews niet vermeld dat het onderzoek zich hierop richtte. Nadat een algemene uiteenzetting is gegeven over de wijze waarop het acquisitiebesluitvormingsproces functioneert, is door de onderzoeker de rol van de *biases* geïntroduceerd en nader met de respondenten besproken.

1.9. Relevantie

Het (her)ontwikkelen van vastgoed heeft een belangrijke maatschappelijke functie. Door middel van projectontwikkeling kunnen nieuwe woningen worden gemaakt waarmee kan worden bijgedragen aan de verlichting van de druk op de woningmarkt. Anderzijds zorgen herontwikkelingen ervoor dat verouderd commercieel vastgoed wordt verduurzaamd waardoor deze gebouwen in de toekomst minder negatieve impact op het klimaat zullen hebben (Meijer en Buitelaar, 2013).

Voordat een gebouw kan worden gemaakt, dient een projectontwikkelaar het besluit te nemen om tot de acquisitie van een stuk grond of oud gebouw over te gaan. Zonder het vertrouwen van projectontwikkelaars dat projecten succesvol kunnen worden geacquireerd en de vooraf gestelde rendementen kunnen worden behaald, zullen er geen nieuwe woningen of kantoren meer worden ontwikkeld. Hierdoor blijft de maatschappelijke vraag naar woningen, duurzame kantoorgebouwen en overige (gebouwde) faciliteiten onbeantwoord.

Daarnaast kan het voorkomen dat projectontwikkelaars overgaan tot een acquisitie en daarna beseffen dat er toch geen winstgevend project kan worden gerealiseerd. Dit kan gebeuren doordat de informatie waar de projectontwikkelaar haar besluit op heeft gebaseerd, te optimistisch was. Hiermee is de maatschappij niet geholpen, aangezien er dan wel een acquisitiebesluit is genomen maar er alsnog niet wordt gebouwd.

Naast de maatschappelijke relevantie is het onderzoek naar de acquisitiefase wetenschappelijk relevant, aangezien er op dit moment slechts beperkt onderzoek is gedaan naar de rol van het menselijk handelen binnen de besluitvormingsprocessen in de acquisitiefase. In navolging van het onderzoek van Duijn, dient onderhavig onderzoek te leiden tot concrete aanbevelingen op basis waarvan EDGE haar acquisitiebesluitvormingsproces kan verbeteren. De combinatie tussen *Behavioral Finance* en investeringsbeslissingen in het vastgoed is relatief onbegonnen terrein, wat gezien de impact ervan naar oordeel van de onderzoeker onterecht is.

Tenslotte is het onderzoek commercieel interessant voor EDGE en haar medewerkers, aangezien het aanbevelingen dient op te leveren die ten doel hebben het besluitvormingsproces te optimaliseren. In onzekere economische tijden kan het zeer waardevol zijn om kennis te hebben van de negatieve impact van *biases*.

2. Projectontwikkeling en acquisitie

In dit onderzoek staat het acquisitiebesluitvormingsproces van commerciële projectontwikkelaars centraal. Hoofdstuk 2 gaat in op wat er in de relevante literatuur wordt verstaan onder projectontwikkeling – en meer specifiek commerciële projectontwikkeling – en op welke wijze het acquisitiebesluitvormingsproces is ingericht. Aan de hand van dit theoretische kader, wordt antwoord gegeven op de volgende deelvragen:

- Wat wordt er verstaan onder projectontwikkeling?
- Hoe ziet het acquisitiebesluitvormingsproces van projectontwikkelaars eruit?
- Op welke wijze komen projectontwikkelaars tot acquisitiebesluiten?

2.1. Theoretische aspecten van projectontwikkeling

Projectontwikkeling maakt onderdeel uit van het vastgoedontwikkelingsproces. Dit proces kan worden onderverdeeld in drie verschillende fases: de grondexploitatiefase, de projectontwikkelingsfase en de exploitatiefase. In theorie wordt er in iedere fase waarde toegevoegd doordat de actoren (financiële) risico's nemen tussen het moment van koop en verkoop. Vanuit dit perspectief is het vastgoedontwikkelingsproces een schakel van transacties tussen verschillende actoren (Nozeman & Fokkema, 2008; Salemi, 2010).

Omdat in dit onderzoek het acquisitiebesluitvormingsproces centraal staat is de primaire focus gericht op de periode kort voorafgaand aan de projectontwikkelingsfase. De projectontwikkelingsfase start zodra de projectontwikkelaar het eigendom van het te (her)ontwikkelen vastgoed – zoals een verouderd gebouw of een stuk bouwrijpe grond – acquireert en daarmee overneemt van de (grond)exploitant. Deze fase wordt voorafgegaan door het acquisitiebesluitvormingsproces. Aan het eind van de projectontwikkelingsfase is het gebouw gerealiseerd. Zodra de projectontwikkelaar klaar is met de realisatie, zal het eigendom van het vastgoed worden overgedragen aan de exploitant. De projectontwikkelaar houdt het eigendom dus niet zelf waardoor de exploitatiefase buiten de scope van de ontwikkelaar valt.

De projectontwikkelingsfase

De projectontwikkelingsfase ziet toe op het complexe geheel aan activiteiten dat zich afspeelt voorafgaand, tijdens en na het realiseren van het vastgoed. De complexiteit wordt versterkt door de hoeveelheid betrokken partijen, de beperkte hoeveelheid aan informatie en de rol van toekomstige kansen en risico's (Fokkema, 2000).

De rol van de projectontwikkelaar is erop gericht om zoveel mogelijk de problemen en uitdagingen die ontstaan bij de ontwikkeling binnen een geïntegreerde organisatie op te lossen. Het alternatief is dat deze problemen gescheiden, na elkaar en door meerdere partijen worden opgelost. Door dit te bundelen bij de projectontwikkelaar, kan in theorie vertraging worden voorkomen, komen evenwichtigere en meer integrale oplossingen tot stand en wordt uiteindelijk een beter resultaat bereikt waarbij sprake is van minder risico's en/of meer creatie van waarde. De ontwikkelaar voert binnen deze processen de centrale regie (Nozeman & Fokkema, 2008; Healey, 1991).

Kenmerkend voor de projectontwikkelingsfase zijn de hoge investeringen die een projectontwikkelaar voor eigen rekening en risico dient te nemen, terwijl er nog sprake is van relatief grote onzekerheden. De minimale vergoeding die de projectontwikkelaar hiervoor verwacht, dient te worden vertaald in positief rendement. Dit ontstaat indien de verkoopopbrengst de totale investering overstijgt. Alvorens de projectontwikkelaar tot een transactie met een (grond)exploitant overgaat, dient hij de afweging te maken tussen het te verwachten rendement, de omvang van de investering en de relevante risico's. Hierbij is de uitdaging dat op het moment dat het investeringsbesluit genomen dient te worden, er slechts beperkte informatie beschikbaar is. Dit leidt ertoe dat de projectontwikkelaar een aanname moet doen over het toekomstige verloop van de kansen en risico's (Terpstra, 1992; Gehner, 2003, Gehner & De Jong, 2011; Gehner & Peek, 2018).

Alhoewel er tijdens de ontwikkeling van een vastgoedproject ontelbaar veel investeringsbeslissingen door projectontwikkelaars worden genomen, toont onderzoek aan dat de acquisitiebeslissing – samen met de beslissing om daadwerkelijk te starten met bouwen – als het meest ingrijpende besluit wordt gezien. Dit komt doordat het een onomkeerbaar effect heeft en het een grote financiële impact heeft. De verkrijging van het eigendom kan enkel teniet worden gedaan door het aan een andere partij door te verkopen of de koopovereenkomst te ontbinden. Dit geeft het belang van het acquisitiebesluit goed weer (Gehner e.a., 2006).

De projectontwikkelaar

Een projectontwikkelaar ziet kansen en mogelijkheden en benut deze door ontwikkellocaties te acquireren, te (her)ontwikkelen en te verkopen. Creativiteit en kennis van de (lokale) markt is hierbij cruciaal om de kansen om te zetten naar een concreet project waar (in de toekomst) vraag naar is. De projectontwikkelaar is een creatief ondernemer, teambuilder en risicomanager (Gehner, 2003; Brown, 2015).

In aanvulling op het voorgaande wordt in de literatuur de volgende passende omschrijving voor projectontwikkeling gehanteerd:

“Het (min of meer) op eigen initiatief – zonder oogmerk tot zelf exploiteren en zekerheid van een afnemer – en voor eigen rekening en risico tot stand brengen van een of meer bouwprojecten voor de markt, via het integreren en coördineren van de benodigde professionele kennis en kunde afgestemd op de (aangenomen) vraag van een beoogde specifieke doelgroep of afnemer c.q. gebruiker, waarbij de betrokkenheid zich uitstrekt tot de fase van ingebruikneming dan wel korter indien het project eerder verkocht wordt” (Keeris, 1997).

Samengevat kan de rol van de (commerciële) projectontwikkelaar als volgt worden omschreven:

- De projectontwikkelaar is de actor die waarde toevoegt aan de grond (of aan reeds bestaand vastgoed) door objecten te (her)ontwikkelen met als doel hier in de toekomst rendement mee te behalen;
- De projectontwikkelaar is de actor die voor eigen rekening en risico investeert in zowel de acquisitie van het te ontwikkelen stuk grond (of in reeds bestaand vastgoed), de (her)ontwikkeling hiervan alsmede de daadwerkelijke realisatie van het project. Over het algemeen draagt de projectontwikkelaar hierbij het financiële risico tot het moment dat de ontwikkeling is verkocht en/of juridisch is geleverd. Een belangrijke taak van de ontwikkelaar is om in de tussentijd de risico's zo goed mogelijk te managen;
- De projectontwikkelaar heeft niet de intentie om het project na ontwikkeling voor langere tijd zelf in bezit of exploitatie te houden. In de regel zal de projectontwikkelaar het (her)ontwikkelde vastgoed uiterlijk na gereedkomen willen verkopen aan een exploitant / belegger; en
- De projectontwikkelaar is de – actieve en ondernemende – spil in de verschillende ontwikkelingsfasen. Deze rol eindigt pas bij het gereedkomen van de (her)ontwikkeling. Hij is (voor eigen rekening en risico) eindverantwoordelijk om alle betrokken partijen op de juiste manier aan te sturen teneinde het beoogde rendement te kunnen behalen (Van Denzen, 2009).

Deze omschrijvingen suggereren een constante afweging tussen ‘*ondernemerschap en risico's nemen*’ versus ‘*risico's inschatten en mitigeren*’. Dit hangt nauw samen met de onzekerheid die voortkomt uit het gebrek aan informatie. Als centrale schakel in het ontwikkelingsproces zijn de – mogelijk persoonlijke gekleurde – afwegingen die een ontwikkelaar maakt daarin dus een elementair onderdeel van het uiteindelijke resultaat. Om deze context nader te scheppen, wordt in de volgende paragraaf ingegaan op de afweging tussen kansen en risico's door een ontwikkelaar.

Toekomstige kansen en risico's

Geconcludeerd kan worden dat commerciële projectontwikkeling zeer kapitaalintensief is door de (vroegtijdige) hoge investeringen in de planontwikkeling, het verkrijgen van de grond en de uiteindelijke bouwkosten. Deze kosten dienen voor eigen rekening en risico van de projectontwikkelaar gemaakt te worden. Op het moment dat de projectontwikkelaar besluit te investeren, is de omvang van de opbrengsten en kosten – en daarmee van het projectresultaat – onduidelijk. Deze onzekerheid leidt ertoe dat een projectontwikkelaar bereid moet zijn om een (investering)risico aan te gaan. De omvang van het gewenste of geëiste rendement hangt hierbij vaak samen met de omvang van de te nemen risico's (Terpstra, 1992).

Projectontwikkelaars dienen zo goed mogelijk in te schatten wat de (toekomstige) risico's en kansen van een investering zijn, alvorens over te gaan tot de acquisitie van een ontwikkellocatie. Gezien het langjarige karakter van een ontwikkelingsproces, dient hierbij een duidelijke visie te worden genomen op de toekomst. Ondanks dat voorafgaand aan een acquisitiebeslissing vaak zeer beperkte informatie voorhandig is – waardoor er conform de neoklassieke economische leer geen volledig rationeel besluit kan worden genomen – kunnen onzekerheden door ontwikkelaars gedeeltelijk worden voorkomen. Zo kan worden afgegaan op informatie die beschikbaar is gesteld over het te acquireren object (bijvoorbeeld in een investeringsmemorandum), door gebruik te maken van de ervaring van de projectontwikkelaar met het ontwikkelen van dit specifieke type vastgoed (kantoren, woningen, winkels, etc.) en de kennis van de ontwikkelaar van de lokale markt (Van Arnhem et al. 2013; Prast, 2004).

Desalniettemin leidt de beperkt beschikbare informatie ertoe dat de ontwikkelaar voorafgaand aan een acquisitie toekomstige inschattingen of aannames moet maken. Op basis hiervan dient hij de belangrijkste kansen en risico's in te schatten. Hierdoor is er in het acquisitiebesluitvormingsproces ruimte voor (onbewuste) persoonlijke voorkeuren of invloeden (Waytt, 2013).

2.2. De type projectontwikkelaars

In paragraaf 2.2 wordt de projectontwikkelaar omschreven als een partij die voor eigen rekening en risico investeert in de ontwikkeling van vastgoedprojecten. Dit doet vermoeden dat alle projectontwikkelaars zelfstandig opererende ondernemers zijn en een gelijk uitgangspunt en doel hebben. Dit is echter niet het geval. Een nadere beschouwing van de verschillende type ontwikkelaars is dan ook relevant alvorens verder wordt ingezoomd op het acquisitiebesluitvormingsproces.

Fee-developers, investor-developers en trader-developers

Binnen de projectontwikkelaars maakt de literatuur een onderscheid tussen '*fee-developers*', '*investor-developers*' en '*trader-developers*'. De verschillen worden gemaakt door de wijze waarop de ontwikkelaar risicodragend kapitaal inzet voor zijn of haar ontwikkelingen. Hier is bij '*fee-developers*' geen sprake van; zij worden als projectmanager of adviseur ingehuurd door de partij die het te ontwikkelen vastgoed in eigendom heeft (de opdrachtgever). Hun rol als opdrachtnemer is erop gericht om de ontwikkeling in goede banen te leiden, zonder dat zij hier zelf met risicodragend kapitaal in participeren. Hun beloning bestaat uit een vaste vergoeding, bijvoorbeeld gebaseerd op een percentage van de totale bouwkosten. Het ontwikkelrisico ligt in dit geval volledig bij de opdrachtgever (Van Dijk, 2007).

In tegenstelling tot de '*fee-developers*', ontwikkelen de '*trader-developers*' en '*investor-developers*' wel projecten voor eigen rekening en risico. De literatuur verstaat onder '*trader-developers*' de ontwikkelaars '*pur sang*' – separate ontwikkelbedrijven die zich volledig focussen op het acquireren, ontwikkelen, realiseren en verkopen van vastgoedobjecten. Zij dragen zelf het volledige risico van de investering en kunnen bij succes beschikken over de projectwinst (Van Dijk, 2007).

'*Investor-developers*' zijn ontwikkelaars voortkomend uit beleggingsorganisaties, zoals bijvoorbeeld CBRE Investment Management en de Kroonenberg Groep. Dergelijke ontwikkelaars bezitten en exploiteren hun eigen vastgoed en zodra zich in hun portefeuille een ontwikkelmogelijkheid voordoet, gaan zij zelfstandig tot deze ontwikkeling over. De ontwikkeling is hierbij in de regel niet gericht op een verkoop aan een derde partij of belegger (Van Dijk, 2007).

Commerciële projectontwikkelaars

Bovengenoemde verdeling valt nog verder aan te scherpen door een tweedeling te maken tussen onafhankelijke ontwikkelaars en ontwikkelaars die gelieerd zijn aan een andere partij of onderneming. De *'trader-developers'* vallen onder de eerste categorie, projectontwikkeling is hun primaire doel. De *'investor-developers'* vallen onder de tweede categorie. Projectontwikkeling wordt door hen ingezet als middel om hun bedrijfsdoelstellingen te bereiken. Denk hierbij aan een bouwonderneming die gaat ontwikkelen om het personeel voldoende werk te kunnen bieden of aan een beleggingsmaatschappij die een verouderd gebouw uit haar portefeuille besluit te gaan renoveren om zo in de toekomst aan de geëiste rendementen te blijven voldoen (Van Tartwijk, 2007).

Bij het vervolg van dit onderzoek zal worden geconcentreerd op de *'trader-developers'*: onafhankelijke projectontwikkelaars die voor eigen rekening en risico vastgoed ontwikkelen met als doel hier rendement mee te behalen. Zij beschouwen dit als hun primaire taak. Aangezien zij het vastgoed na oplevering niet zelf houden, dienen zij voorafgaand aan de acquisitie een inschatting te maken van de mogelijke verkoopopbrengst. In vergelijking met de *'investor-developers'* leidt dit tot een extra dimensie in de besluitvorming. Lukt het niet om het project tijdig te verkopen – wat onder meer afhankelijk is van externe factoren zoals het beleggersvertrouwen en de kapitaalmarkten – dan kan de *'trader-developer'* acuut in de financiële moeilijkheden komen. Het correct inschatten van de toekomstige verkoopprijs, is dus van cruciaal belang.

Hierna wordt met de term *projectontwikkelaar* verwezen naar specifieke de *'trader-developers'*. Alle drie de onderzochte bedrijven vallen onder deze categorie.

2.3. Het acquisitieproces

Paragraaf 2.1 omschrijft het vastgoedontwikkelingsproces. De theorie doet vermoeden dat dit proces bestaat uit een ordentelijk en chronologisch geheel. De praktijk toont echter een afwijkend beeld. Door de sterke afhankelijkheid van externe factoren – zoals wijzigingen van de wetgeving, stijgende bouwkosten, afnemend beleggersvertrouwen, toenemende kapitaalrentes of nieuwe milieuwetgeving – en het langjarige karakter van een project, valt met name het verloop van de projectontwikkelingsfase – in tegenstelling tot de grondexploitatie- of exploitatiefase – moeilijk te voorspellen.

Het is geen uitzondering dat een projectontwikkelaar denkt te kunnen starten met de realisatie van zijn ontwikkeling om vervolgens door een succesvolle bezwaarprocedure terug naar de tekentafel te worden gestuurd. Het kan zijn dat het programma vervolgens aangepast dient te worden, waarna andermaal goedkeuring van de gemeente gevraagd moet worden. De start van de realisatie dient hierdoor te worden uitgesteld, welke verschuiving in tijd met bijvoorbeeld stijgende bouwkosten, veranderende kapitaalrentes of afnemend beleggersvertrouwen ineens cruciale negatieve gevolgen kan hebben voor het beoogde rendement. Dit voorbeeld illustreert dat het geen sinecure is dat het proces van acquireren, ontwikkelen en verkopen chronologisch en zonder tegenslagen verloopt.

Ondanks de afhankelijkheid van de vele externe factoren, leert de bestudering van de relevante literatuur dat de projectontwikkelingsfase – als onderdeel van het grotere vastgoedontwikkelingsproces – wel degelijk in meerdere chronologische fases valt op te knippen. Hierbij komt onderstaande fasering het vaakst naar voren (o.a. Gehner, et al., 2006 en Nozeman & Fokkema, 2008):

- De initiatie- of acquisitiefase;
- De planontwikkelingsfase;
- De bouw- of realisatiefase; en
- De management- of exploitatiefase.

Dit onderzoek richt zich specifiek op het acquisitiebesluitvormingsproces. Daarom zal gedurende het vervolg van de theoretische uiteenzetting worden gekeken naar de initiatie- of acquisitiefase. Dit is de fase waarin de ontwikkelaar dient te besluiten om wel of niet tot een bepaalde acquisitie over te gaan.

Het acquisitiebesluitvormingsproces

Er vallen meerdere stappen te onderscheiden in het acquisitiebesluitvormingsproces van projectontwikkelaars. Ten eerste komt het ondernemende en initiatiefrijke karakter van een projectontwikkelaar aan bod. Een medewerker van de projectontwikkelaar krijgt een tip – *formeel of informeel* – over een acquisitiemogelijkheid of over een aanstaand tenderproces. Een alternatief is dat deze medewerker door middel van *deskresearch* of *fieldresearch* een acquisitiemogelijkheid opdoet. Vervolgens zal een eerste interne beoordeling van de kans worden uitgevoerd, waarbij met name het type vastgoed, de locatie, het ruimtelijke programma en de tijdslijnen zullen worden beoordeeld (Swinkels, 2000).

Indien op basis van de uitkomst van de eerste beoordeling wordt besloten om de kans nader te onderzoeken, zal er een meer gedetailleerde haalbaarheidsanalyse worden uitgevoerd. Hierbij wordt dieper ingegaan op de specifieke markt, de fiscale en juridische aspecten, de ruimtelijke ordening (bestemmingsplan, vergunningstrajecten, etc.), de bouwkosten, de opbrengsten, de financieringslasten en de milieuaspecten. Dit onderzoek wordt binnen de projectontwikkelingsorganisatie vaak uitgevoerd door de acquireurs of leden van een commercieel team. De benodigde (markt)informatie verzamelen zij enerzijds op basis van hun eigen kennis en ervaring. Anderzijds wordt gebruik gemaakt van externe adviseurs (Swinkels, 2000).

Indien de acquireur op basis van de haalbaarheidsanalyse overtuigd is dat de investeringsrisico's opwegen tegen het in de toekomst te verwachten resultaat, kan worden overgegaan tot het uitbrengen van een intern acquisitieverzoek of investeringsvoorstel. Hiermee wordt de goedkeuring van de directie gevraagd om daadwerkelijk tot de acquisitie over te gaan. Als de directie instemt met het onderbouwde acquisitieverzoek, kan worden overgegaan tot (de onderhandelingen voor) de aankoop. Wordt het eigendom succesvol verkregen, dan eindigt de acquisitiefase en start de planontwikkelingsfase (Swinkels, 2000).

Hierna zal nader worden ingegaan op welke documenten en analyses een rol spelen binnen het acquisitiebesluitvormingsproces.

2.4. De haalbaarheidsanalyse en het investeringsvoorstel

Zodra een acquisitiemogelijkheid is binnengekomen, beoordeelt een (commerciële) medewerker van de projectontwikkelaar of het de moeite waard is om deze kans nader te onderzoeken. Indien dit het geval is, zal dit leiden tot het opstellen van een haalbaarheidsanalyse. Deze analyse wordt gemaakt door de acquireur, die daarmee verantwoordelijk is voor het bepalen van de commerciële (toekomstige) aannames. Hiermee heeft de acquireur de mogelijkheid om de haalbaarheid van een mogelijke acquisitie te kleuren.

Indien de haalbaarheidsanalyse positief uitvalt, zal de acquireur door middel van een investeringsvoorstel formeel goedkeuring aan de directie vragen om tot de acquisitie over te gaan. Het acquisitiebesluitvormingsproces valt daarmee onder te verdelen in het voorbereidingsproces (opstellen haalbaarheidsanalyse en investeringsvoorstel) en het goedkeuringsproces (de beoordeling en besluitvorming door de directie) (Swinkels, 2000).

De haalbaarheidsanalyse

De haalbaarheidsanalyse wordt opgesteld door de acquireur en dient alle informatie te bevatten die relevant is voor het besluit om wel of niet tot een acquisitie over te gaan. Deze informatie dient te worden afgezet tegen de randvoorwaarden en kaders die de projectontwikkelaar stelt aan nieuwe projecten. Dit is bijvoorbeeld de minimale of maximale omvang van een project, het minimaal te verwachten rendement of het profiel van de publiekrechtelijke risico's (Swinkels, 2000).

Ten tijde van de voorbereiding van een acquisitie is er beperkte informatie beschikbaar, waardoor de acquireur wordt gedwongen om een inschatting te maken van de toekomstige bouwkosten, opbrengsten, bouw tijden, etc. Het gebrek aan informatie en de overvloed aan onzekerheid maakt deze fase complex en intens (Swinkels, 2000; Nozeman & Fokkema, 2008).

Indien is besloten om een project te acquireren en waarmee de planontwikkelingsfase aanbreekt, neemt ook de hoeveelheid beschikbare informatie – en daarmee de zekerheid over het verloop van de ontwikkeling – verder toe. De uitdaging voor de projectontwikkelaar is dat hij eerst – met alle onzekerheden van dien – dient te investeren alvorens de mate van onzekerheid afneemt. In de literatuur wordt het bovenstaande als volgt samengevat: naarmate het project vordert, neemt de nauwkeurigheid van de beschikbare informatie steeds verder toe. Zo zullen de bouwkosten ten tijde van de acquisitiefase worden ingeschat op basis van ervaring en een inschatting van een kostendeskundige. Tijdens de planontwikkelingsfase kan op basis van een meer gedetailleerd ontwerp een betere inschatting worden gegeven door een offerte van een aannemer (Nozeman & Fokkema, 2008).

De haalbaarheidsanalyse zoals ten tijde van de acquisitie is opgesteld, dient dan ook constant te worden aangepast zodra er nieuwe informatie beschikbaar is. Hierdoor wordt dit een dynamisch document, waarbij de dynamiek steeds verder zal afnemen naarmate het project vordert. Op het laatst wordt tenslotte verondersteld dat alle informatie reeds bekend is. Dit wordt in de literatuur omschreven als de *informatie-curve* (Nozeman & Fokkema, 2008).

De informatievoorziening

Daar waar de informatievoorziening in de loop van het project toeneemt, neemt de impact van de ontwikkelaar op het resultaat af. Gedurende de acquisitiefase is de ontwikkelaar nog geen verplichtingen aangegaan en kan zelf worden bepaald of en tegen welke prijs wordt geacquireerd. Naarmate het project vordert – en bijvoorbeeld de bouwkosten vaststaan doordat de aanneemovereenkomst is getekend of de opbrengsten zijn gezekerd door de verkoop aan een belegger – heeft de ontwikkelaar steeds minder invloed op het resultaat (Van Velzen, 2019).

In het begin van een project is er dus weinig informatie beschikbaar, maar heeft de ontwikkelaar nog veel invloed op het resultaat. Anderzijds kan de ontwikkelaar kort voor oplevering beschikken over veel informatie, maar is de mate waarin hij nog impact op het projectresultaat kan uitoefenen zeer beperkt. Dit wordt in de literatuur omschreven als de *besturingsparadox* (Warmelink, 2009).

Het voorgaande leidt ertoe dat acquisitiebesluiten genomen dienen te worden in de fase dat de minste informatie beschikbaar is. De ontwikkelaar dient hierbij een inschatting te maken van de impact van de (on)bekende kansen en risico's. Op basis hiervan zal hij zijn rendementseis bepalen. Daarbij speelt mee dat de ontwikkelaar bereid moet zijn om deze investering voor eigen rekening en risico te doen. Des te omvangrijker de risico's, deze te hoger het geëiste rendement zal zijn. Aan de ontwikkelaar de schier onmogelijke taak om tijdens de acquisitiefase op basis van zeer beperkte informatie in te schatten hoe (on)bekende kansen en risico's zich in de toekomst zullen ontvouwen (Nozeman & Fokkema, 2008).

2.5. Het acquisitiebesluit

Op basis van een haalbaarheidsanalyse en investeringsvoorstel wordt de directie van een projectontwikkelaar verzocht om te besluiten om tot een acquisitie over te gaan. Hierbij speelt dat de haalbaarheidsanalyse is opgesteld op basis van beperkte informatie. Des te groter de te verwachten impact van de (on)bekende risico's, des te hoger het geëiste rendement. Daarbij speelt mee dat de ontwikkelaar voor eigen rekening en risico investeert. Gecombineerd met de lange doorlooptijd van de projecten en de kapitaalintensiteit, maakt dat een gedegen acquisitiebesluitvormingsproces cruciaal is voor projectontwikkelaars. Het acquireren van een verlieslatend project kan de bedrijfscontinuïteit in gevaar brengen (Nozeman & Fokkema, 2008; Gehner en Peek, 2018).

Alvorens tot een acquisitiebesluit over te gaan, dienen zowel de acquisiteurs als de directieleden te beoordelen of de acquisitie past binnen de door het bedrijf gestelde randvoorwaarden. Dit toetsingskader verschilt per ontwikkelaar. De gemene deler is dat er een minimaal geëist positief rendement op het eigen vermogen behaald moet worden. Daarnaast omschrijft de literatuur de volgende beslisriteria welke een rol spelen bij de analyse of een acquisitie past binnen de randvoorwaarden van een projectontwikkelaar: (Van Eekelen, 2006; Gehner en Peek, 2018):

- **Strategisch:** past het te acquireren project bij de bedrijfsdoelstellingen, de strategie en de portefeuille?
- **Financieel:** wordt voldaan aan de minimaal gestelde rendementseis?
- **Risico:** wat is het risicoprofiel verbonden aan de ontwikkeling en op welke wijze kunnen de aanwezige risico's worden gemitigeerd?
- **Kwaliteit:** heeft het te acquireren object voldoende kwaliteit (locatie, volume, ontwerp, etc.) om de ontwikkeling tot een succes te maken?

Het verschilt per projectontwikkelaar of deze analyse al door de acquisiteur wordt gemaakt ten tijde van het opstellen van de haalbaarheidsanalyse, of dat deze analyse wordt overgelaten aan de directieleden nadat het investeringsvoorstel is ingediend. Het acquisitiebesluitvormingsproces kan op basis van bovenstaande analyse vervolgens op drie manieren worden voortgezet: door middel van een 'No-Go'-beslissing, een 'Go'-beslissing of een 'Go Elsewhere'-beslissing (Gehner en Peek, 2018).

Indien wordt besloten om tot de acquisitie over te gaan (een 'Go'-beslissing), betekent dit dat de directie op basis van de haalbaarheidsanalyse en het investeringsvoorstel overtuigd is dat het te acquireren project aan de door de projectontwikkelaar gestelde randvoorwaarden voldoet (Gehner en Peek, 2018).

Is dit niet direct het geval, maar het minimaal geëiste resultaat mogelijk door een wijziging kan alsnog worden bereikt, is er sprake van een 'Go-Elsewhere' situatie. Een voorbeeld hiervan is dat de acquisitie van een verouderd kantoorgebouw (in haar huidige staat) is voorgesteld. De directie heeft vervolgens besloten dat enkel met de voorgestelde acquisitie kan worden ingestemd indien het gebouw eerst door de verkoper gesloopt wordt, waarmee de betaling van overdrachtsbelasting wordt voorkomen. Op basis van dit gewijzigde uitgangspunt is de directie wel bereid om tot de voorgestelde acquisitie over te gaan (Gehner en Peek, 2018).

2.6. Risicomanagement

Ondanks de aanwezigheid van een volledige haalbaarheidsanalyse en een helder investeringsvoorstel, is het onmogelijk om voorafgaand aan een acquisitie zicht te hebben op alle mogelijke toekomstige risico's welke aan het te acquireren project verbonden zijn. Alvorens tot een eventuele acquisitie over te gaan, wil de projectontwikkelaar toch zoveel mogelijk inzicht hebben in de relevante risico's en hun eventuele impact op het projectresultaat (Van Denzen, 2009).

De literatuur omschrijft het proces waarbij risico's inzichtelijk worden gemaakt en worden gemanaged als risicomanagement. Dit is een constante cyclus van risicoanalyse, risicorespons en risicobeheersing. Bij het acquisitiebesluitvormingsproces is het van belang dat de risico's die bekend zijn, voorafgaand aan het acquisitiebesluit, zo goed mogelijk worden geanalyseerd in de haalbaarheidsanalyse of in het investeringsvoorstel (Gehner, 2003; Bertijn, 2008, Ruhl, 2012).

Nadat deze risico's in de haalbaarheidsanalyse inzichtelijk zijn gemaakt, dient vervolgens een inschatting te worden gemaakt op welke wijze door de ontwikkelaar op deze risico's gereageerd zal worden (*risicorespons*) en hoe het negatieve effect van deze risico's kan worden gemitigeerd (*risicobeheersing*). Dit gebeurt constant in de context van het te behalen projectresultaat (rendement) versus het risiconiveau zoals door de ontwikkelaar kan worden geaccepteerd. Indien de projectontwikkelaar van mening is dat de te verwachten risico's voldoende te beheersen zijn en daarmee het beoogde rendement kan worden behaald, kan worden besloten om over te gaan tot de acquisitie (Gehner & Peek, 2018).

Echter, projectontwikkelaars worden geconfronteerd met beïnvloedbare- en niet beïnvloedbare risico's. Des te groter de potentiële negatieve impact van niet-beïnvloedbare risico's, des te hoger het risicoprofiel van een bepaalde ontwikkeling. Niet-beïnvloedbare risico's worden door ontwikkelaars ook als de grootste risico's beschouwd. Denk hierbij aan publiekrechtelijke of politieke risico's, welke buiten de invloedssfeer van de ontwikkelaar liggen. Bij een hoger risicoprofiel zal de ontwikkelaar ook een agressiever rendementsprofiel hanteren (Gehner & Peek, 2018; Gehner, 2003).

In een goed acquisitiebesluitvormingsproces, worden deze risico's in de haalbaarheidsanalyse en het investeringsvoorstel voldoende naar voren gebracht en inzichtelijk gemaakt. Hierdoor kan er bij het uiteindelijke acquisitiebesluit rekening mee worden gehouden. Zodra de risico's zijn geanalyseerd, hangt het van de risicobereidheid van de projectontwikkelaar af of hij besluit om tot de acquisitie over te gaan. Ook speelt hierbij een rol in welke mate de projectontwikkelaar het vertrouwen heeft dat hij eventuele risico's kan managen. Daarbij is het een utopie om te denken dat alle toekomstige risico's ten tijde van het acquisitiebesluit inzichtelijk zijn (Van Velzen, 2019).

Daar waar een gebrek aan informatie bestaat ten tijde van de acquisitiefase en de impact van de meeste risico's zich op dat moment simpelweg niet laten inschatten, komt het ook aan op de persoonlijke inschattingen van de acquireurs en besluitvormers. Recente positieve projectresultaten kunnen ertoe leiden dat de impact van de potentiële risico's minimaal worden geschat waardoor alsnog wordt besloten om tot een acquisitie over te gaan. Dit vindt plaats op basis van irrationele persoonlijke overwegingen in plaats van aantoonbare beschikbare data of informatie (Lesmeister, 1997).

In het volgende hoofdstuk zal nader worden ingegaan op de vraag hoe projectontwikkelaars omgaan met dergelijke situaties waarbij investeringsbesluiten genomen moeten worden terwijl de benodigde informatie ter onderbouwing hiervan ontbreekt.

2.7. Conclusie

In dit onderzoek staat het acquisitiebesluitvormingsproces van commerciële projectontwikkelaars centraal. In dit licht is nader uiteengezet wat er wordt verstaan onder (commerciële) projectontwikkeling: het voor eigen rekening en risico investeren in de ontwikkeling van een vastgoedobject met als doel het beoogde rendement te behalen, afgezet tegen het risicoprofiel van de ontwikkeling. De ontwikkelaar dient gedurende de ontwikkeling alle kansen en risico's te managen, met als doel het object aan een exploitant te verkopen en zo een positief projectresultaat te genereren.

Alhoewel een projectontwikkelingstraject uit meerdere interessante fases bestaat, is nader ingezoomd op de fase waarin door de projectontwikkelaar wordt besloten om daadwerkelijk te investeren door een te (her)ontwikkelen vastgoedobject te acquireren. De theorie stelt dat hier een haalbaarheidsanalyse aan ten grondslag ligt, waar de belangrijkste onderdelen van het project worden uitgelicht en aandacht wordt besteed aan de mogelijke kansen en risico's. Op basis van deze haalbaarheidsanalyse wordt een investeringsvoorstel gemaakt, op basis waarvan de directie (of een managementteam) dient te besluiten of ze tot de voorgestelde investering willen overgaan.

Kenmerkend daarbij is dat er in de acquisitiefase relatief weinig informatie beschikbaar is over de toekomstige kansen en risico's al dan niet over de daaraan verbonden negatieve of positieve effecten. Dit leidt ertoe dat de investeringsbeslissingen niet enkel op basis van de informatie uit de haalbaarheidsanalyse worden genomen, maar ook op de onderbuikgevoelens van de besluitvormers. In het volgende hoofdstuk wordt nader ingegaan op de (cognitieve) mechanismen die spelen bij een dergelijk besluitvormingsproces.

3. Cognitieve invloeden op besluitvorming

In dit onderzoek wordt geanalyseerd op welke wijze het menselijk handelen wordt beïnvloed door onbewuste persoonlijke intuïtie. Dit wordt specifiek bekeken binnen het acquisitiebesluitvormingsproces van projectontwikkelaars. In deze fase dienen investeringsbesluiten voorbereid en genomen te worden op basis van beperkte informatie. Dit kan leiden tot irrationeel gedrag, doordat er onbewust ruimte ontstaat voor persoonlijke beoordeling, bijvoorbeeld op basis van eerdere ervaringen, voorkeuren of optimisme. Indien de betrokken individuen zich niet bewust zijn van deze cognitieve effecten en de daaraan verbonden risico's, kan het acquisitiebesluitvormingsproces negatief worden beïnvloed.

In de literatuur is dit het gebied van *Behavioral Finance*. Aan de hand van de bestudering van de relevante literatuur, worden de volgende deelvragen beantwoord:

- Welke rol speelt *Behavioral Finance* binnen het acquisitiebesluitvormingsproces van projectontwikkelaars?
- Welke negatieve effecten hebben heuristieken en *biases* op de kwaliteit van de acquisitiebesluitvorming van projectontwikkelaars?
- Op welke wijze kunnen de negatieve effecten van *biases* op de kwaliteit van de acquisitiebesluitvorming worden tegengegaan?

3.1. Rationele of irrationele besluitvorming

In de acquisitiefase dient een projectontwikkelaar op basis van relatief zeer beperkte informatie een ingrijpende investeringsbeslissing te nemen. Hierbij wordt de lacune aan informatie opgevuld door een inschatting van het verloop van de toekomstige kansen en risico's. Dit leidt ertoe dat de projectontwikkelaar niet overeenkomt met de rationele beslisser (*Homo Economicus*), zoals omschreven in de neoklassieke economische leer. Volgens deze leer beschikt de beslisser over alle relevante informatie, waardoor hij op basis van een rationeel proces tot optimale en efficiënte besluiten kan komen (Prast, 2004; Mullainathan & Thaler, 2000; Bazerman & Moore, 2017; Sen, 1977).

Doordat slechts beperkte informatie beschikbaar is, ontstaat de noodzaak om toekomstige inschattingen te maken. Het structureel moeten handelen op basis van beperkte informatie, maakt de aard van het werk van een projectontwikkelaar gedurende de acquisitieperiode per definitie irrationeel. De irrationele beslisser wordt in de literatuur als de *Homo Sapiens* omschreven. Bij het vormen van een oordeel – zowel in de fase waarop de haalbaarheidsanalyse wordt opgesteld als in de besluitvormingsfase – spelen onbewust cognitieve aspecten van het menselijk brein een rol. Deze bepalen de wijze waarop het individu bepaalde informatie verwerkt. De uiteindelijke beslissing wordt hierdoor gekleurd en wordt dus beïnvloed door de persoonlijke wijze waarop een individu de beschikbare informatie verwerkt. Hierdoor wijken menselijke besluiten stelselmatig af van rationele normen, met potentieel suboptimale uitkomsten als gevolg (Simon, 1957; Kahneman & Tversky, 1979; Hammond et al., 1999; Shefrin, 2002).

Systeem 1 & Systeem 2

Kortom, de mens – en economische beslisser – kan in de praktijk niet op volledig rationele wijze volledig geïnformeerd tot optimale besluiten komen. De literatuur onderscheid bij het bepalen van de wijze waarop het individu redeneert twee systemen. Het eerste systeem wordt gebruikt bij ongeveer 98% van alle beslissingen en kan worden omschreven als automatisch, snel, intuïtief en beïnvloed door emoties of ervaringen. Het tweede systeem wordt gebruikt bij de overige beslissingen en kan worden omschreven als reflectief, langzaam, overwogen en beïnvloed door feiten (Kahneman, 2003).

Deze indeling zorgt ervoor dat de mens in het dagelijks leven bij relatief overzichtelijke beslissingen intuïtief en snel beslissingen kan maken, waardoor het tweede systeem niet overbelast raakt. In het ideale scenario is het eerste systeem zo geprogrammeerd dat het detecteert wanneer een beslissing van die importantie is dat er langer bij stil moet worden gestaan en het dus op basis van Systeem 2 moet worden behandeld. In dat geval is het beter als er geen intuïtieve beslissing wordt genomen, maar juist een meer weloverwogen beslissing gebaseerd op (de beschikbare) feiten (Stanovich & West, 2000; Chugh, 2004; Gilbert, 2002; Kahneman, 2003).

Gericht op het acquisitiebesluitvormingsproces van projectontwikkelaars, is het relevant om te onderzoeken welk systeem op welk moment wordt toegepast. Gezien de grote impact van de acquisitiebeslissingen, ligt in de rede dat dergelijke besluiten bij uitstek behoren tot het domein van het tweede systeem – weloverwogen, beïnvloed door feiten en bewust. Echter, hierbij speelt mee dat er in deze fase weinig relevante informatie beschikbaar is, waardoor mogelijk ongewenst ook het eerste systeem – meer gericht op ervaringen en intuïtie – een rol kan spelen.

Bij het opstellen van de haalbaarheidsanalyse en het investeringsvoorstel hebben de medewerkers van de projectontwikkelaar veel vrijheid om zelf – op basis van relevante ervaringen of externe informatie – belangrijke toekomstige commerciële aannames te maken. Bij het verzamelen en opstellen van deze aannames speelt het eerste systeem een rol, waardoor bijvoorbeeld recente ervaringen een onevenredig grote optimistische rol kunnen spelen. Dit is eveneens het geval bij het beoordelen van de haalbaarheidsanalyse en het investeringsvoorstel door de directie van de projectontwikkelaar. Daar heerst eveneens – als voorbeeld – het risico dat wordt geleund op (positieve) ervaringen uit het verleden.

De dominante rol van het eerste systeem bij het opstellen en beoordelen van de haalbaarheidsanalyse en het investeringsvoorstel, kan de uitkomst van het besluit beïnvloeden. Door te snelle of verkeerde interpretaties bestaat het gevaar dat het eerste systeem nalaat te waarschuwen voor onbetrouwbare informatie, verkeerde interpretaties of onrealistische ervaringen uit het verleden. Doordat het tweede systeem maar zeer beperkt wordt gebruikt, worden deze verkeerde interpretaties niet gecorrigeerd, waardoor het risico ontstaat dat een projectontwikkelaar een acquisitiebesluit neemt op basis van verkeerde informatie (Kahneman, 2011; Croskerry, Singhal en Mamede, 2013).

3.2. Heuristieken

Denken volgens Systeem 1 helpt het individu om eenvoudig, snel en efficiënt alledaagse beoordelingen te maken op basis van ervaring, intuïtie of emotie. Het voorkomt overbelasting van Systeem 2 en helpt het besluitvormingsproces te versimpelen. Dit sluit aan bij de wijze waarop de literatuur het begrip *heuristiek* beschrijft: *'Het gebruiken van een eenvoudige procedure om adequate antwoorden op lastige vragen te vinden'*. Dit zijn vuistregels op basis van ervaring, ook wel *'mental shortcuts'* genoemd. Net als bij Systeem 1 weegt hier het belang van de snelheid van het nemen van de beslissing zwaarder dan de kwaliteit van de uitkomst (Kahneman, 2003; Kahneman, 2011; Hardin, 1999).

Het gevaar aan het gebruik van heuristieken is dat mensen zich vaak niet bewust zijn van het gebruik noch van de effecten hiervan. Hierdoor kunnen ze onbewust worden gebruikt op momenten waar juist een meer weloverwogen en analytische benadering – conform Systeem 2 – beter geschikt of zelfs noodzakelijk is. Indien heuristieken verkeerd worden gebruikt en daarmee negatieve gevolgen veroorzaken, wordt gesproken over het begrip *bias*. Hier wordt in paragraaf 3.3 dieper op ingegaan (Kahneman, 2011).

Doordat verkeerd gebruik van heuristieken kan leiden tot negatieve gevolgen, is het relevant nader te onderzoeken welke type heuristieken relevant zijn voor het acquisitiebesluitvormingsproces. De literatuur omschrijft een grote hoeveelheid aan verschillende type heuristieken. Een analyse van deze volledige groep gaat de scope van dit onderzoek te buiten. Daarom zal worden gefocust op de heuristieken die relevant zijn voor het specifieke acquisitiebesluitvormingsproces van projectontwikkelaars. Dit geldt zowel voor de fase waarin de haalbaarheidsanalyse en het investeringsvoorstel worden opgesteld als de fase waarin het daadwerkelijke besluit wordt genomen (Hogarth, 2001; Gilovich et al., 2002).

Bij de selectie van de heuristieken – en later de *biases* – is rekening gehouden met de heuristieken die naar inzicht – en op basis van eigen ervaring in de praktijk – van de onderzoeker relevant zijn voor de acquisitiebesluitvormingsfase van projectontwikkelaars. Aanvullend is geput uit de heuristieken en *biases* die conform het onderzoek van Van Duijn relevant zijn voor projectontwikkelaars. Deze concentreren zich met name rondom het overmatig leunen op persoonlijke ervaringen met voorgaande projecten, de persoonlijke voorkeuren van de acquireur of het directielid en de onbewuste persoonlijke druk om tot een haalbaarheidsanalyse te komen die zowel past bij de minimaal gestelde rendementen van de werkgever als tot de winnende bieding leidt. Hierna volgt een overzicht van de geselecteerde heuristieken (Van Duijn, 2022).

Heuristiek 1 – representativiteit

De eerste heuristiek ziet toe op de situatie dat een oordeel moet worden gevormd – of een aanname moet worden gedaan – waarbij (onbewust) wordt gezocht naar specifieke eigenschappen bij de voorliggende casus die het mogelijk maken om deze in een reeds vooraf bepaalde categorie in te delen. Deze categorieën zijn gevormd op basis van voorgaande ervaring met andere projecten. De beoordeling wordt hiermee gevoed op basis van representatieve eigenschappen van de voorliggende casus en de mate waarin dit aansluit bij vooraf bepaalde categorieën (Kynn, 2008; Bazerman & Moore, 2017; Simonts et al., 2000).

Deze heuristiek is geschikt om snel een eerste selectie te maken. Desondanks schuilt hier het gevaar dat de informatie waarop wordt beoordeeld te beperkt is om tot een nauwkeurige beslissing te komen. Het valt aan te raden om het besluit mede te baseren op aanvullende informatie, conform Systeem 2.

Heuristiek 2 - Beschikbaarheid

De tweede heuristiek ziet toe op de situatie dat een oordeel moet worden gevormd – of een aanname moet worden gedaan – waarbij de beoordeling (onbewust) sterk wordt beïnvloed door de wijze waarop recente en vergelijkbare ervaringen uit het verleden beschikbaar zijn in het geheugen van het individu. Des te sterker de emotionele binding is met deze ervaring, des te sterker de beoordeling wordt beïnvloed (Bazerman & Moore, 2017).

Ook deze heuristiek kan worden gebruikt om snel tot een beoordeling te komen. Echter, hierin schuilt het risico dat de schijn wordt gewekt dat gebeurtenissen die vaak hebben plaatsgevonden óf veel indruk hebben gemaakt, een goede graadmeter zijn voor de beoordeling van nieuwe (unieke) projecten. Hierbij wordt voorbijgegaan aan de impact van externe factoren die invloed hebben gehad op het voorgaande resultaat (Tversky & Kahneman, 1974).

Heuristiek 3 – Affectie

De derde heuristiek ziet toe op de situatie dat een oordeel moet worden gevormd – of een aanname moet worden gedaan – waarbij de beoordeling (onbewust) wordt beïnvloed door de persoonlijke affectie van het betreffende individu. Dit kan worden ingegeven door persoonlijke voorkeuren of door een sterke emotionele band met een vergelijkbaar voorgaand project (Kahneman, 2003; Siegrist & Sütterlin, 2014).

Het risico van deze heuristiek is dat er mogelijk geen feitelijke beoordeling tot stand komt, waarbij dus wordt nagelaten objectief te kijken naar de voor- en nadelen. De persoonlijke emotie of voorkeur beïnvloedt de beoordeling – of aanname – onbewust en kleurt daarmee de uiteindelijke besluitvorming (Townsend et al., 2014 en Bazerman & Moore, 2017).

Heuristiek 4 - Bevestiging

De vierde heuristiek ziet toe op de situatie dat een oordeel moet worden gevormd – of een aanname moet worden gedaan – waarbij de beoordeling (onbewust) wordt beïnvloed door een vooringenomen standpunt van het individu. Hierdoor wordt de beoordeling zo aangepast dat het aansluit bij zijn vooraf bepaalde opvatting (Bazerman & Moore, 2017; Tversky & Kahneman, 1974).

Het risico van deze heuristiek is dat er sprake kan zijn van doelredenering, waardoor niet meer objectief naar de casus wordt gekeken. Onbewust wordt de beoordeling zo gekleurd dat het aansluit bij de vooraf bepaalde opvatting (Koehler & Harvey, 2004).

3.3. Bias

Het denken volgens Systeem 1 of het gebruik maken van heuristieken kan nuttig zijn om snel alledaagse beslissingen te nemen. Dit is de onbewuste kant van het menselijke besluitvormingsproces, welke wordt omschreven als automatisch, snel, intuïtief en beïnvloedt door emoties of ervaringen. Echter, (onbewust) verkeerd gebruiken van heuristieken kan negatieve gevolgen hebben voor het acquisitiebesluitvormingsproces. In de literatuur worden deze negatieve gevolgen aangeduid met *bias*. Paragraaf 3.3 gaat nader in op het begrip *bias* (Bazerman & Moore, 2017, Morewedge & Kahneman, 2010).

Van heuristiek naar bias

Op het moment dat een heuristiek – of *mental shortcut* – niet correct wordt gebruikt en het een negatief effect op de besluitvorming tot gevolg heeft, wordt er in de literatuur gesproken van *bias*. Een *bias* heeft dus altijd een negatief gevolg voor de uitkomst: deze is suboptimaal. Een *bias* kan worden omschreven als een vooroordeel, een afwijking van de norm of een voorspelbare of systematische denkfout. Deze persoonlijke invloed maakt dat *bias*es aanpasbaar zijn: zodra een individu zich bewust is van het gevaar van een *bias*, kunnen er maatregelen worden genomen ter voorkoming van de negatieve effecten. Dit wordt *debiasing* genoemd (Koehler & Harvey, 2004; Tversky & Kahneman, 1974; Stanovich, 1999).

In paragraaf 3.2 zijn de vier meest voorkomende heuristieken besproken. Aangezien een *bias* voortkomt uit een heuristiek, zal op basis van deze vier heuristieken worden aangegeven welke *bias* hierbij hoort. Het onderzoek beperkt zich hierbij tot de *bias*es welke relevant zijn bevonden voor het acquisitiebesluitvormingsproces. Het (niet-limitatieve) overzicht is weergegeven in onderstaande tabel. Voor de totstandkoming van deze selectie geldt dezelfde motivatie als voor de behandelde heuristieken. Hiervoor wordt verwezen naar paragraaf 3.2.

Per *bias* wordt aangegeven op welke wijze deze een rol kan spelen in het acquisitiebesluitvormingsproces. Dit kan zowel het geval zijn in de fase waar de haalbaarheidsanalyse en het investeringsvoorstel worden opgesteld, als in de fase waarin de daadwerkelijke besluitvorming door de directie plaatsvindt.

De in de tabel opgenomen informatie is gebaseerd op de literatuur van Slovic, et al. (2002), Kynn (2008), Kahneman (2003 and 2016), Bazerman & Moore (2017), Tversky & Kahneman (1973 and 1982), Nickerson (1998), De Bondt & Thaler (1995) en Bias et al. (2005).

Bias	Toelichting
Heuristiek 1 - Representativiteit ziet toe op de situatie dat een oordeel moet worden gevormd – of een aanname moet worden gedaan – waarbij de beoordeling (onbewust) sterk wordt beïnvloed door de wijze waarop recente en vergelijkbare ervaringen uit het verleden beschikbaar zijn in het geheugen van het individu.	
<i>The illusion of validity</i>	Vertrouwend op de (zeer) beperkte hoeveelheid beschikbare informatie, heeft het individu onrechtvaardig veel vertrouwen in zijn eigen beoordeling.
<i>Misconceptions of regression</i>	Vertrouwend op de perfecte correlatie van historische data, veronderstelt het individu dat het resultaat uit jaar één een goede indicator is voor de resultaten in de daaropvolgende jaren.
Heuristiek 2 - Beschikbaarheid ziet toe op de situatie dat een oordeel moet worden gevormd – of een aanname moet worden gedaan – waarbij de beoordeling (onbewust) sterk wordt beïnvloed door de wijze waarop recente en vergelijkbare ervaringen uit het verleden beschikbaar zijn in het geheugen van het individu.	

<i>Illusory correlation</i>	Vertrouwend op zijn analytische (denk)vermogen, legt het individu niet-bestaande verbanden tussen de voor hem beschikbare informatie.
<i>Retrievability of instances</i>	Vertrouwend op bekende en eenvoudig te raadplegen informatie of ervaringen, neemt het individu besluiten op basis van te beperkte informatie. Deze informatie is vaak onvolledig en toont slechts een beperkt gedeelte van het geheel.
<i>Imaginability</i>	Vertrouwend op zijn beoordelingsvermogen, schat het individu risico's en kansen in op basis van gevoel en niet op basis van feiten of berekeningen.
<i>Effectiveness of a search set</i>	Vertrouwend op zijn beoordelingsvermogen, zoekt het individu naar antwoorden op basis van (ontoereikende) bekende en eenvoudig te raadplegen informatie.
<i>Anchoring</i>	Vertrouwend op zijn beoordelingsvermogen, hecht het individu onevenredig veel waarde aan de eerste informatie die beschikbaar was.
<i>Ease of recall</i>	Vertrouwend op bepaalde (negatieve) informatie, gaat het individu ervan uit dat de kans op toekomstige negatieve uitkomsten groot is - ook al is de vorige gebeurtenis uniek.
Heuristiek 3 - <i>Affectie</i> ziet toe op de situatie dat een oordeel moet worden gevormd – of een aanname moet worden gedaan – waarbij de beoordeling (onbewust) wordt beïnvloedt door de persoonlijke affectie van het individu.	
<i>Natural limitations</i>	Vertrouwend op zijn beoordelingsvermogen, geeft het individu onbewust meer aandacht aan kleinere details dan aan ingrijpende veranderingen.
<i>Deliberate manipulation</i>	Vertrouwend op zijn beoordelingsvermogen, heeft het individu veelal voorspelbare reacties waardoor hij vatbaar is voor manipulatie.
Heuristiek 4 - <i>Bevestiging</i> ziet toe op de situatie dat een oordeel moet worden gevormd – of een aanname moet worden gedaan – waarbij de beoordeling (onbewust) wordt beïnvloedt door een vooringenomen standpunt van het individu.	
<i>Overconfidence</i>	Vertrouwend op zijn eigen beoordelingsvermogen, neigt het individu zijn eigen kennis en de kwaliteit van zijn eigen besluiten te overschatten.
<i>Optimism</i>	Vertrouwend op zijn ervaring en beoordelingsvermogen, overschat het individu structureel de kans op succes en onderschat hij de kans op een negatieve uitkomst.
<i>Hindsight</i>	Vertrouwend op zijn beoordelingsvermogen, overschat het individu na kennis te hebben genomen van de afloop van een gebeurtenis de kennis die hij hier voorafgaand over had.
<i>Confirmation trap</i>	Vertrouwend op zijn beoordelingsvermogen, neemt het individu informatie die in lijn is met zijn opvattingen voor waar aan. Afwijkende informatie wordt daarentegen kritisch benaderd.
<i>Regret avoidance</i>	Ter voorkoming van een eventueel te verwachten teleurstelling voortkomend uit een mogelijke negatieve beoordeling, besluit het individu af te zien van een bepaalde investeringsbeslissing.

3.4. Reduceren van *bias*

In de voorgaande paragrafen is toegelicht dat menselijke besluitvorming niet volledig rationeel is. Heuristieken – of Systeem 1 denken – helpen onbewust om op basis van beperkte informatie en zonder veel prikkels (snel) besluiten te kunnen nemen. Los van dit positieve effect, zijn hier ook risico's aan verbonden. Er kan ruimte ontstaan voor systematische (denk)fouten, vooroordelen of voorspelbare afwijkingen van de norm. Hierdoor kan de kwaliteit van het acquisitiebesluitvormingsproces worden aangetast met mogelijke negatieve effecten ten gevolge. In de literatuur ook wel *bias* genoemd.

Zodra beslissers de aanwezigheid – en de mogelijke negatieve effecten – van *bias* herkennen, kunnen er maatregelen worden genomen om de impact van de afwijking op het acquisitiebesluitvormingsproces te verminderen of zelfs helemaal te voorkomen. In deze paragraaf wordt hier verder op ingegaan en staan de begrippen *debiasing*, *choice architecture* en *nudging* centraal (Bazerman & Moore, 2017).

Debiasing

Het begrip *debiasing* wordt in de literatuur gebruikt om de maatregelen te duiden die de negatieve impact van *bias* op de besluitvorming dienen te mitigeren of te verminderen. Dit kan op verschillende manieren worden bereikt. Echter, al deze manieren zijn op hun beurt ook tot stand gekomen op basis van aannames. Hierdoor zijn deze voorgestelde technieken zelf ook vatbaar voor *bias*. Dit maakt de theorie over *debiasing* enigszins paradoxaal. Desalniettemin zullen hierna verschillende technieken worden besproken, waarbij andermaal – conform de wijze zoals omschreven in paragraaf 3.2 – door de auteur een selectie is gemaakt op basis van de relevantie voor het acquisitiebesluitvormingsproces van EDGE (Bazerman & Moore, 2017, Larrick 2014; Mussweiler, Strack & Pfeiffer, 2000; Lerner & Tetlock, 1999, Arkes, 1991; Simons, 2000).

In de literatuur wordt gesteld dat de meest efficiënte *debiasing*-technieken over het algemeen context en *bias* gevoelig zijn. Het is dus van belang om vooraf een duidelijke analyse te maken van welke *bias* er spelen, alvorens kan worden bepaald welke maatregelen efficiënt genomen kunnen worden om het effect te mitigeren. Daarbij kan onderscheid worden gemaakt in drie verschillende typen *bias*-mitigerende maatregelen, welke uiteraard allemaal voorafgaand aan het maken van een aanname of het nemen van een besluit toegepast dienen te worden (Larrick, 2014).

De eerste categorie *debiasing*-maatregelen is gefocust op het *motiveren* van je aannames of besluiten. Het individu dient zich bewust te worden van de aanwezigheid van *bias* en de mogelijke impact daarvan door zijn aanname of beslissing expliciet te motiveren. Dit kan bijvoorbeeld door met gestandaardiseerde documentatie te werken, waarin het individu zijn aannames of besluiten dient te motiveren. Anderzijds kan een individu worden gestimuleerd indien hij zijn besluiten correct motiveert, wat tot meer bewustwording kan leiden. Een alternatief is dat wordt overeengekomen dat een individu na afloop van zijn aanname of besluit te alle tijde ter verantwoording kan worden geroepen waarbij hij zijn overwegingen aan derden dient te motiveren (Larrick, 2014; Simons & Levin, 2003).

De tweede categorie *debiasing*-maatregelen is erop gericht op het *cognitieve vermogen van het individu te trainen* waardoor tot betere aannames of besluitvorming kan worden gekomen. Trainingen kunnen helpen een individu bewust te maken van het bestaan van *bias* en inzicht te geven wanneer deze optreden. Door kennis te hebben van de verschillen tussen Systeem 1 en Systeem 2, kan bewustzijn worden gecreëerd waardoor Systeem 2 eerder kan worden gebruikt. Een ander alternatief is dat een individu verschillende technieken wordt aangeleerd om zijn eigen aannames of besluiten te beoordelen, bijvoorbeeld door voorafgaand aan een beslissing altijd eerst nog de tegenovergestelde uitkomst te overwegen (Larrick, 2014).

De derde categorie is gericht op het toepassen van *externe technieken*. Dit ziet meer toe op de inrichting van de organisatie dan op de motivatie door – of training van – het individu. Zo kan worden afgesproken dat bepaalde besluiten vooraf gecontroleerd dienen te worden door een bepaald orgaan binnen een organisatie. Een alternatief is dat er te allen tijde een extern advies aan een investeringsvoorstel ten grondslag moet liggen. Op deze wijze wordt de kwaliteit van besluiten gewaarborgd door externe hulpmiddelen (personen of systemen) in te zetten (Larrick, 2014).

Onderstaande tabel geeft een overzicht van de *bias*-reducerende maatregelen die door de auteur relevant worden geacht voor het acquisitiebesluitvormingsproces van EDGE (Larrick, 2014, Soll et al., 2013).

Categorie	Techniek	Toelichting
Motiveren	Stimulering	Individen een (financiële) beloning in het vooruitzicht stellen op het moment dat zij kunnen motiveren dat zij op de juiste wijze tot aannames of beslissingen zijn gekomen.
	Verantwoording	Individen opleggen dat zij de (rationele) wijze waarop zij aannames hebben gemaakt of besluiten hebben genomen achteraf moeten kunnen verantwoorden (intern dan wel aan derden).
Cognitieve strategieën	Overweeg het tegenovergestelde	Individen dwingen om bewijs te leveren tegen de voorgenomen aanname of het beoogde besluit, om zo bewustzijn van het alternatieve scenario te creëren.
	Cognitieve training	Individen trainen in het doen van aannames of het nemen van besluiten door hen bewust te maken van het Systeem 1 en Systeem 2-denken (en wanneer welk systeem te gebruiken).
	<i>Bias</i> training	Individen inzicht geven in de verschillende typen relevante <i>bias</i> es en de potentiële negatieve gevolgen hiervan (in het verlengde van cognitieve training).
Externe technieken	Besluitvormingsanalyses	Individen op een kwantitatieve manier de voorgenomen aanname of het voorgenomen besluit in kaart laten brengen om vervolgens op basis van deze analyse te beslissen.
	Beslissingsondersteuning	Individen bij hun aannames of besluitvorming standaard gebruik te laten maken van algoritmes, gevoeligheidsanalyses, scenarioanalyses of kansberekeningen.

Unfreeze, change en refreeze

Aanvullend op bovenstaande theorie, omschrijft de literatuur verschillende fases bij het nemen van *bias*-reducerende maatregelen (Bazerman & Moore, 2017).

Fase	Toelichting
<i>Unfreeze</i>	De systematische afwijking van de norm zit in het beoordelingsproces van het individu verankerd. Het individu moet de structurele impact van de <i>bias</i> eerst erkennen. Dit kan doordat iemand anders hem hierop wijst of doordat een voorbeeld of opdracht hem hier bewust van maakt.
<i>Change</i>	Zodra het individu het besef heeft dat er sprake is van een structurele afwijking van de norm, verschuift de focus naar het veranderen van dit structurele (onwenselijke) gedrag. Om deze verandering succesvol te laten verlopen, zijn er drie belangrijke stappen te nemen: Stap 1 - Leg het individu het bestaan en de impact van de specifieke <i>bias</i> uit. Stap 2 - Verklaar het individu waarom en hoe deze specifieke <i>bias</i> tot stand komt. Stap 3 - Licht het individu toe dat het onbewuste gebruik van de <i>bias</i> niet als (denk)fout moet worden gezien, maar als een afwijking van de norm.

Refreezing

Het individu dient in deze fase te voorkomen dat hij terugvalt in het oude patroon. Dit kan door bewust te zijn van de mogelijke aanwezigheid van de *bias* en bij iedere aanname of beslissing na te gaan of de *bias* geen impact heeft. Dit dient een bewust routine onderdeel te worden binnen het acquisitiebesluitvormingsproces.

Op basis van de bestudering van de bovenstaande literatuur kan worden gesteld dat het voor een effectieve *bias*-reducerende strategie allereerst cruciaal is dat individuen die betrokken zijn bij het acquisitiebesluitvormingsproces beseffen dat er sprake is van *bias*. Ze dienen eveneens kennis te hebben van de (potentiële) negatieve gevolgen hiervan. Zonder open te staan voor het ontvangen van tijdige feedback en het aanpassen van bestaande denkpatronen, zullen denkpatronen – en daarmee het acquisitiebesluitvormingsproces – niet kunnen worden verbeterd (Larrick, 2014).

Tenslotte stelt de literatuur dat *bias* reducerende maatregelen enkel succesvol zullen worden toegepast indien ze aan volgende uitgangspunten voldoen:

- **Simpel** – individuen herinneren en gebruiken maatregelen die simpel zijn terwijl ingewikkelde en complexe maatregelen worden vergeten of niet worden toegepast;
- **Sociaal** – individuen leren makkelijkere *bias* reducerende maatregelen aan indien dit leerproces in groepen (in plaats van individueel) plaatsvindt; en
- **Domein specifiek** – individuen leren makkelijker nieuwe technieken of maatregelen aan indien dit toeziet op een concrete situatie dan wanneer het toeziet op een algemene, onbeduidende situatie (Larrick, 2014).

Choice architecture & nudging

Als onderdeel van het onderzoek om de effecten van *bias* in het besluitvormingsproces tegen te gaan, besteed de literatuur aandacht aan *choice architecture* (of keuzearchitectuur). Dit is ontstaan doordat onderzoekers de cognitieve afwijkingen binnen de individuele besluitvorming zijn gaan onderzoeken. Samengevat kan er worden gesteld dat individuele besluitvorming wordt beïnvloed door wijzigingen in de algemene besluitvormingsomgeving. Meer concreet betekent dit dat de wijze waarop verschillende opties aan of door een individu worden gepresenteerd, enorme impact kan hebben op het uiteindelijke individuele besluit (Münscher et al., 2015; Camerer, Loewenstein, & Rabin, 2004).

Dit is voor het acquisitiebesluitvormingsproces van projectontwikkelaars relevant, aangezien de wijze waarop de haalbaarheidsanalyse en het investeringsvoorstel worden gepresenteerd dus van invloed kunnen zijn op het uiteindelijke individuele besluit van een directielid. Bij het presenteren van de informatie worden drie verschillende categorieën of keuzes onderscheiden (Münscher et al., 2015).

Categorie	Toelichting	Toepassing
Besluitvormingsinformatie	Informatie kan zo worden gepresenteerd dat het daardoor de interpretatie van het individu beïnvloedt.	Framing van informatie.
Besluitvormingsstructuur	Verschillende opties kunnen zo worden gestructureerd of geordend dat het de beoordeling van het individu beïnvloedt.	Limiteren van keuze-opties.
Besluitvormingsassistentie	Individen kunnen assistentie of hulp krijgen ter voorkoming dat zij fouten maken.	Benadrukken van bepaalde (gekleurde) herinneringen.

Door kennis te hebben van voorspelbare (cognitieve) afwijkingen van rationeel menselijk gedrag, kunnen individuele keuzes dus worden beïnvloed. De wijze waarop bepaalde voorstellen of informatie worden gepresenteerd, speelt hierbij een belangrijke rol.

Deze stimulering – of duwtje in de goede richting – wordt in de literatuur omschreven als *nudging*. Een *nudge* beoogt het gedrag van mensen ten positieve en op een voorspelbare manier te veranderen, zonder mogelijkheden te verbieden of uit te sluiten. Een voorbeeld hiervan is de wijze waarop de schappen in de supermarkt zijn ingericht – door gezonde producten op ooghoogte te plaatsen, stimuleert de supermarkt de klant om deze producten te kopen (in plaats de ongezonde producten die op een lager schap liggen) (Thaler en Sunstein, 2008; Thaler en Sunstein, 2015).

3.5. Conclusie

In hoofdstuk 3 is aan de hand van de relevante literatuur antwoord gegeven op de deelvragen welke rol het menselijk handelen speelt bij het nemen van investeringsbeslissingen en op welke wijze de mogelijke negatieve effecten hiervan kunnen worden gemitigeerd of voorkomen.

Allereerst is omschreven dat de menselijke besluitvorming geen zuiver rationeel proces is, maar een proces dat wordt beïnvloed door heuristieken (*mental shortcuts*) en *bias* (systematische afwijkingen van de norm). Waar heuristieken enerzijds zorgen voor snelle en adequate beslissingen op basis van beperkte informatie, kan het verkeerd gebruik hiervan ook leiden tot foutieve besluiten met negatieve resultaten ten gevolg. Dit wordt ook wel *bias* genoemd.

Voor projectontwikkelaars is het cruciaal om kennis te hebben van *biases* en de mogelijke negatieve gevolgen hiervan. Op basis hiervan kunnen vervolgens *bias*-reducerende maatregelen worden genomen, die ertoe dienen te leiden dat de negatieve impact hiervan beperkt blijft.

Vooruitlopend op het empirische onderzoek naar het acquisitiebesluitvormingsproces binnen projectontwikkelaars, zal in het volgende hoofdstuk nader worden ingegaan op de rol van drie specifieke en veel voorkomende *biases*, namelijk *overconfidence*, *optimism* en *anchoring*. Op basis van de beperkte ervaring van de auteur spelen deze *biases* een grote rol binnen het acquisitiebesluitvormingsproces van EDGE, waardoor een nadere verdieping hier relevant is.

4. Biases in acquisitie: *overconfidence*, *optimism* & *anchoring*

In dit onderzoek wordt geanalyseerd op welke wijze het menselijk brein onbewust invloed heeft op het acquisitiebesluitvormingsproces van projectontwikkelaars. Nadat in de voorgaande hoofdstukken aan de hand van de relevante literatuur is bekeken op welke wijze projectontwikkelaars werken en welke rol *biases* spelen bij besluitvorming, wordt in dit hoofdstuk nader ingegaan op drie specifieke *biases* die naar de opvatting van de auteur een dominante rol spelen bij het acquisitiebesluitvormingsproces van EDGE. Dit zijn de *biases overconfidence*, *optimism* en *anchoring*.

Alvorens over te gaan tot het empirische onderzoek, wordt aan de hand van de bestudering van de relevante literatuur de volgende deelvragen beantwoord:

- Welke negatieve effecten hebben heuristieken en *biases* op de kwaliteit van de acquisitiebesluitvorming van projectontwikkelaars?
- Op welke wijze kunnen de negatieve effecten van *biases* op de kwaliteit van de acquisitiebesluitvorming worden tegengegaan?

4.1. *Overconfidence*

De *bias overconfidence* – of overmoedigheid – komt voort uit de bevestigingsheuristiek. Vertrouwend op hun eigen beoordelingsvermogen, neigt – de medewerker of directeur van – de projectontwikkelaar haar eigen kennis en de kwaliteit van haar besluiten te overschatten. Dit speelt met name een grote rol in besluitvormingsprocessen waar toekomstige aannames of inschattingen gemaakt moeten worden. Dit is in het acquisitiebesluitvormingsproces van projectontwikkelaars het geval (Bazerman & Moore, 2017; Roll, 1986).

Overconfidence treedt zowel op in de fase van het opstellen van de haalbaarheidsanalyse en het investeringsvoorstel, als in de fase waarin de directie deze documenten beoordeelt en een acquisitiebesluit dient te nemen. De eerste fase wordt gekenmerkt door beperkte informatie, een hoge mate van onzekerheid en de noodzaak om in te schatten hoe kansen en risico's zich in de toekomst zullen ontfouwen. Deze aannames worden gevoed door persoonlijke voorkeuren, kennis en ervaring. Hierbij bestaat het risico dat de eventuele overmoed van een acquireur de kleur van de aannames kan bepalen (Bazerman & Moore, 2017).

Anderzijds bestaat dit risico ook in de fase waarin de daadwerkelijke investeringsbesluiten worden genomen. Directieleden van een projectontwikkelaar kunnen de kwaliteiten van hun eigen organisatie overschatten en besluiten een hogere bieding uit te brengen dan in het investeringsvoorstel is opgenomen. Het risico bestaat dat er hierdoor verlieslatende projecten geacquireerd worden, met alle mogelijke negatieve gevolgen voor de bedrijfscontinuïteit van de projectontwikkelaar (Bazerman & Moore, 2017; Malmendier & Tate, 2008).

Gezien de wijze waarop projectontwikkelaars over het algemeen zijn georganiseerd – met een meerkoppige directie of managementteam waar de investeringsbesluiten worden genomen – is het relevant te benoemen dat *overconfidence* ook in groepsverbanden een negatieve rol kan spelen. De algemene opvatting is dat groepen over het algemeen tot kwalitatief betere besluiten komen dan een individu. Echter, hier dient rekening te worden gehouden met het effect van groepsdenken. Als de samenstelling van de groep beslissers te homogeen is, kan er een tunnelvisie ontstaan. Daarnaast bestaat het risico dat de verschillende beslissers in een groep zich kleuren naar één dominant figuur. Hierdoor kan het risico ontstaan dat de kwaliteit van het acquisitiebesluitvormingsproces wordt aangetast (Russo & Schoemaker, 1992; Janis, 1972; 't Hart, 1990).

Een nadere beschouwing van de rol van *overconfidence* blijkt op basis van de relevante literatuur verstandig. Hierin wordt deze normafwijking omschreven als '*the mother of all biases*'. Er wordt verwezen naar de verstrekkende gevolgen van *overconfidence*, welke zelfs kunnen leiden tot oorlogen, faillissementen en rechtszaken. Daarnaast wordt gesteld dat *overconfidence* een voedingsbron vormt voor andere *biases*. Het gegeven dat deze *bias* zelfs een rol speelt bij de meest ervaren bestuurders, illustreert hoe hardnekkig het is (Bazerman & Moore, 2017; Ben-David, Graham & Harvey, 2013).

Indien projectontwikkelaars – zowel bij het bepalen van de aannames die ten grondslag liggen aan de haalbaarheidsanalyse en het investeringsvoorstel als bij het besluitvormingsproces zelf – hun eigen kunnen minder (of niet) zouden overschatten, ontstaat er meer ruimte voor de ratio en inhoudelijke afwegingen. Dit kan ertoe leiden dat het negatieve effect van *overconfidence* zal afnemen, evenals het effect van de daaraan gerelateerde overige *biases*. Hierdoor wordt het acquisitiebesluitvormingsproces verbeterd (Schulz, 2010).

Daarbij speelt mee dat overmoedige directieleden vaak beperkt bereid zijn om hun – te overmoedige – besluit achteraf bij te stellen. Dit maakt het des te belangrijker dat projectontwikkelaars voorafgaand aan een acquisitiebesluit op de hoogte zijn van de mogelijke negatieve impact van *overconfidence*. Op dat moment kunnen ze er tenslotte nog wat aan doen (Pronin, et al., 2004).

Type overconfidence

Op basis van de literatuur kan de *bias overconfidence* worden onderverdeeld in drie categorieën. Al deze categorieën zijn relevant voor het acquisitiebesluitvormingsproces van een projectontwikkelaar. Het gaat om *overprecision*, *overestimation* en *overplacement*. Hierna wordt kort uiteengezet wat er onder deze categorieën wordt verstaan. Daarbij moet opgemerkt worden dat *overprecision* sterk samenhangt met *overconfidence*. De overige twee categorieën (*overestimation* en *overplacement*) hangen sterker samen met de *bias optimism*. Hier wordt in paragraaf 4.2 nader op ingegaan (Bazerman & Moore, 2017).

Categorie	Toelichting
<i>Overprecision</i>	De overtuiging van het individu dat hij de waarheid kent is te groot. Hierdoor ontstaat het risico dat het individu geen interesse heeft in het toetsen van zijn aannames.
<i>Overestimation</i>	Het individu overschat zichzelf op ieder mogelijk gebied en denkt dat hij intelligenter, sneller, vaardiger en knapper is dan ieder ander.
<i>Overplacement</i>	De overtuiging van het individu dat hij beter is dan de overige partijen die deelnemen aan een competitie.

De literatuur omschrijft verschillende oorzaken voor het ontstaan van *overconfidence* en meer specifiek *overprecision*. Hierna wordt een niet-limitatief overzicht gegeven van enkele oorzaken van *overprecision* welke naar vrij inzicht van de auteur relevant zijn voor het acquisitiebesluitvormingsproces van projectontwikkelaars (Moore et al, 2015; Bazerman & Moore, 2017; Staw, 1981; Russo & Schoemaker, 1992 en Kahneman & Traversky, 1977).

Oorzaak	Toelichting
<i>Availability</i>	De literatuur omschrijft dat de mens niet in staat is om meer dan zeven feiten tegelijkertijd te verwerken. Indien er meer dan zeven feiten verwerkt moeten worden om tot een rationeel besluit te komen, kan dit tot ongewenste situaties leiden. Dit leidt ertoe dat het oordeel van de mens niet altijd is gebaseerd op alle relevante feiten (Moore et al., 2015).
<i>Certainty</i>	De projectontwikkelaar heeft als doel om het vertrouwen van derden te winnen. Het is van belang om de externe partij een goed gevoel te geven over de organisatie van de beslisser (Bazerman & Moore, 2017; Staw, 1981).
<i>Confirmation</i>	Vertrouwend op hun beoordelingsvermogen, nemen projectontwikkelaars informatie die in lijn is met hun opvattingen voor waar aan. Afwijkende informatie wordt daarentegen kritisch benaderd (Russo & Schoemaker, 1992).

<i>Hindsight</i>	Vertrouwend op hun beoordelingsvermogen, overschatten projectontwikkelaars – na kennis te hebben genomen van de afloop van een gebeurtenis – de kennis die zij voorafgaand over deze gebeurtenis hadden (Russo & Schoemaker, 1992).
<i>Insensitivity</i>	Individuele besluitvorming wordt (gedeeltelijk) gebaseerd op informatie. De mens is onvoldoende gevoelig voor de factoren die de kwaliteit van deze informatie bepalen. Daarbij speelt mee dat er veel vertrouwen bestaat in de voorspellingen die zijn gebaseerd op kleine hoeveelheden onbetrouwbare data. Dat dit in strijd is met de principes van de statistiek wordt bevestigd door onderzoeken waaruit blijkt dat de mate van <i>overconfidence</i> kan worden gereduceerd zodra besluiten op kwalitatief betere informatie worden gebaseerd (Kahneman & Traversky, 1977).
<i>Internal dissonance</i>	De projectontwikkelaar wil de spanning binnen zijn organisatie verlichten door een bepaalde (door het bedrijf gewenste) beslissing te nemen (Bazerman & Moore, 2017).
<i>Oversensitivity</i>	De menselijke besluitvorming is afhankelijk van de kwaliteit van de beschikbare informatie of data. Hierbij speelt mee dat de mens overgevoelig is voor consistentie van deze data en daarmee de neiging heeft meer waarde te hechten aan beperkte data met een bepaalde consistentie dan aan zeer uitgebreide data met een minder mate van consistentie. Hierdoor worden patronen herkend die niet bestaan en wordt de beperkte informatie gebruikt om de voorgenomen overtuiging kracht bij te zetten. Tegenbewijs wordt hiermee genegeerd (Kahneman & Traversky, 1977).

Tenslotte is het relevant om te bekijken wat de grootste impact is van acquisitiebesluiten die worden beïnvloed door *overconfidence*. Op basis van een bestudering van de literatuur worden hierna de grootste gevolgen omschreven (Lambert et al., 2012).

Gevolg	Toelichting
Genereren van te veel business	Voor projectontwikkelaars betekent dit dat er door <i>overconfidence</i> in de besluitvorming te veel projecten in een te korte tijd kunnen worden geacquireerd. Hierbij is het risico dat de projectontwikkelaar niet in staat is om al deze projecten tot een positief resultaat te brengen en mogelijk in liquiditeitsproblemen kan komen.
Overmatige volatiliteit	Voor de projectontwikkelaars betekent dit dat er door <i>overconfidence</i> in de besluitvorming geen duidelijke acquisitiestrategie kan worden gevoerd, aangezien deze onderhevig is aan de subjectieve grillen van een individu.
Over- en onder reactie op informatie	Doordat bij <i>overconfidence</i> in het besluitvormingsproces een grote rol is weggelegd voor de subjectieve beoordeling van de beschikbare informatie door een individu, zal dit individu de neiging hebben om aan te sluiten bij de informatie die zijn voorkeur bevestigd (en overige informatie te negeren).

Debiasing van overconfidence

Naar aanleiding van de analyse van de rol van *overconfidence* binnen het acquisitiebesluitvormingsproces, kan op basis van de literatuur worden gesteld dat de projectontwikkelaar dient te proberen om de persoonlijke overtuigingen van haar medewerkers en directieleden zoveel mogelijk aan te laten sluiten bij de beschikbare objectieve informatie. Ondanks dat de acquisitiefase binnen de projectontwikkeling wordt gevormd door een hoge mate van onzekerheid, is op deze wijze de kans het grootst dat de persoonlijke opvattingen van de beslisser en de werkelijkheid elkaar het dichtst benaderen. Dit blijkt echter makkelijker gezegd dan gedaan. De negatieve gevolgen van de *bias overconfidence* blijken hardnekkig en moeilijk te voorkomen (Bazerman & Moore, 2017).

Dit roept de vraag op hoe de negatieve effecten van *overconfidence* toch gemitigeerd kunnen worden. In aanvulling op de *debiasing-mechanismes* zoals in paragraaf 3.4 omschreven, omschrijft de literatuur specifieke maatregelen die kunnen bijdragen aan het verkleinen van de negatieve effecten van *overconfidence* (Fischhoff, 1982).

In de literatuur worden individuen die besluiten nemen op basis van *overconfidence* omschreven als ‘*foutieve beslissers*’. Vervolgens wordt gesteld dat de negatieve effecten hiervan kunnen worden tegengegaan door deze beslissers te vervangen door ‘*maakbare individuen*’. Dit kan door de ‘*foutieve beslissers*’ bewust te maken van de negatieve effecten voortkomend uit *overconfidence*. Vervolgens dient te worden aangegeven wat er in hun besluitvorming moet veranderen waarna dit getraind dient te worden. Doordat zij hierdoor leren van hun voorgaande normafwijkingen, bestaat de kans dat zij in de toekomst besluiten zullen nemen op basis van weloverwogen afwegingen zonder de inmenging van *overconfidence*. Hiermee verandert de ‘*foutieve beslisser*’ in een ‘*maakbaar individu*’ die getraind is om juiste besluiten te nemen (Fischhoff, 1982).

Een meer rigoureuze manier om de negatieve effecten van *overconfidence* proberen tegen te gaan, is het vervangen van het individu die zich hierdoor consequent laat beïnvloeden. Doordat het probleem van *overconfidence* soms dermate hardnekkig is, is namelijk niet ieder individu geschikt om door middel van training tot betere besluitvorming te komen. Deze categorie wordt omschreven als ‘*onverbeterlijke individuen*’. In dit geval kan het soms beter zijn om het individu te vervangen, in het belang van het bedrijf (Fischhoff, 1982).

4.2. Optimism

Naast *overconfidence* speelt ook de *bias optimism* – of *optimisme* – een rol binnen het acquisitiebesluitvormingsproces van projectontwikkelaars. Er is sprake van *optimism* als individuen actief zijn die structureel de kans op succes overschatten en de kans op een negatieve uitkomst onderschatten.

In de praktijk valt er lastig een onderscheid te maken tussen *overconfidence* en *optimism*. In algemene zin kan worden gesteld dat *optimism* met name toeziet op de handelingen van het individu zelf. *Overconfidence* is meer gefocust op de vergelijking met externe factoren. De overeenkomsten tussen beide *biases* maken dat de relevantie van *overconfidence* – zoals omschreven in paragraaf 4.1 – in gelijke mate opgaat voor *optimism* (Van den Assem, 2022; Fife-Schaw & Barnett, 2004).

Zoals in paragraaf 4.1 omschreven kunnen *overestimation* (overschatting van de eigen prestaties) en *overplacement* (overplaatsing van het eigen kunnen ten opzichte van de concurrentie) als belangrijkste vormen van *optimism* worden beschouwd. Beide vormen hebben ermee te maken dat het menselijk brein de neiging heeft om goede prestaties toe te schrijven aan het gedrag waar het individu zelf invloed op heeft gehad. Het succes valt het individu hierdoor toe te rekenen. Daarentegen heeft het gedrag van een individu juist geen – of slechts zeer beperkte – invloed op negatieve prestaties. Deze worden toegeschreven aan externe factoren. In de literatuur staat dit fenomeen bekend als de *self-serving* of *self-attribution bias* (Bazerman & Moore, 2017).

De literatuur omschrijft verschillende oorzaken voor het ontstaan van *optimism* en meer specifiek *overestimation*. Hierna wordt een niet-limitatief overzicht gegeven van enkele oorzaken van *overestimation* welke relevant zijn voor het acquisitiebesluitvormingsproces van projectontwikkelaars.

Biases	Toelichting
Self-enhancement	Individuen overschatten hun eigen capaciteiten, prestaties en talenten.
The illusion of control	Individuen overschatten de mate waarin zij controle over een gebeurtenis of situatie hebben.
The planning fallacy	Individuen overschatten de snelheid waarmee dingen worden gedaan of worden afgerond. De daadwerkelijke looptijd (en kosten) worden onderschat.

Doordat projectontwikkelaars in de acquisitiefase veel toekomstige aannames moeten maken over belangrijke commerciële paramaters (bouwkosten, huurinkomsten, rendementen, bouwtijd, etc.), is het effect van *optimism* met name relevant in de fase dat de haalbaarheidsanalyse en het investeringsvoorstel worden opgesteld. De kans dat de aangenomen – zeer ambitieuze – huurprijs in de toekomst wordt behaald, wordt hoger ingeschat dan de kans dat dit niet het geval is. Ditzelfde geldt voor de inschatting dat het spectaculaire ontwerp wat aan tenderindiening ten grondslag ligt, voor het aangenomen bouwbudget kan worden gemaakt. De onterechte overtuiging kan ontstaan dat het proces – en de aannames – volledig onder controle is (Bazerman & Moore, 2017).

Bij de bestudering van *optimism* dient niet voorbij te worden gegaan aan het feit dat een zekere mate van optimisme benodigd is om tot een acquisitie over te kunnen gaan. De uiteindelijke koper is tenslotte ten alle tijden positiever over het toekomstige verloop van een project dan de runner-up. Anders had de runner-up wel het winnende bod of plan ingediend. Het risico schuilt erin dat er sprake is van te veel optimisme, waardoor op basis van overschatting of overplaatsing te optimistische uitgangspunten door de projectontwikkelaar worden gehanteerd. Dit kan leiden tot onrealistische acquisities en daarmee tot verlieslatende of onrealiseerbare projecten (Bazerman & Moore, 2017).

Debiasing van *optimism*

Nadat op basis van de relevante literatuur is omschreven op welke wijze *optimism* een mogelijk negatief effect kan hebben op het acquisitiebesluitvormingsproces van projectontwikkelaars, is het relevant om de kijken hoe de effecten hiervan kunnen worden gemitigeerd of voorkomen. Specifiek voor de *bias optimism*, omschrijft de literatuur twee manieren.

Ten eerste valt aan te raden dat de betrokken individuen voorafgaand aan het indienen van het investeringsvoorstel of het daadwerkelijk nemen van het acquisitiebesluit, bewust enige afstand nemen van de voorliggende materie. Hiermee wordt gestimuleerd dat zij met een blik van een buitenstaander nogmaals naar de casus kijken. De gehanteerde aannames of het voorgenomen besluit dienen op deze manier te worden beoordeeld alsof het individu het besluit van een derde analyseert en van commentaar voorziet. Hiermee wordt getracht een ander perspectief te creëren want dient te leiden tot het voorkomen van te optimistische besluiten (Kahneman, 2013).

Ten tweede kan voorafgaand aan het indienen van het investeringsvoorstel of het daadwerkelijk nemen van het acquisitiebesluit een analyse worden gemaakt waarbij de vraag wordt gesteld wat de belangrijkste oorzaken zullen zijn waardoor de acquisitie in de toekomst niet tot het beoogde resultaat zal leiden. In de literatuur wordt dit een '*pre-mortum*'-analyse genoemd. Hiermee wordt geborgd dat de betrokken individuen voorafgaand aan een beslissing bewust stil staan bij de belangrijkste toekomstige risico's. Dit biedt de mogelijkheid om te controleren of de aannames niet te optimistisch zijn (Kahneman, 2013).

4.3. Anchoring

Naast *overconfidence* en *optimism* speelt tenslotte de *bias anchoring* – of verankering – een dominante rol binnen het acquisitiebesluitvormingsproces van projectontwikkelaars. Er is sprake van *anchoring* als individuen onevenredig veel waarde hechten aan de eerste waargenomen informatie of de eerste inschatting. Deze informatie of inschatting wordt ook wel het anker genoemd. Het anker kan de rest van het besluitvormingsproces negatief beïnvloeden doordat te veel waarde wordt gehecht aan deze informatie of inschatting. Hiermee kan het de uiteindelijke besluitvorming (onterecht) beïnvloeden (Lieder et al., 2018; Kynn, 2008).

In de literatuur wordt geschreven over meerdere onderzoeken die aantonen dat een eerste inschatting – de ‘*best guess*’ of het anker – van invloed is op het uiteindelijke besluit. Een beeldend voorbeeld is het onderzoek waarbij meerdere respondenten aan een rad moeten draaien met daarop de cijfers één tot en met honderd. Vervolgens worden de respondenten gevraagd in te schatten wat het aandeel Afrikaanse landen in de Verenigde Naties was. Respondenten die een laag getal op het rad hadden gedraaid, schatte het aantal Afrikaanse landen aanzienlijk lager in dan de respondenten die een hoog getal op het rad hadden gedraaid. Op basis van dit onderzoek werd gesteld dat de respondenten zich laten beïnvloeden door volstrekt willekeurige informatie, in dit geval het getal op het rad – zijnde het anker. Een hoger getal op het rad, leidde tot een hogere schatting van het percentage Afrikaanse landen in de Verenigde Naties en omgedraaid. Hierdoor kan er gesproken worden over een lineair verband tussen het anker – de anchor – en de uiteindelijke schatting (Russo & Schoemaker, 1989; Tversky & Kahneman; 1974; Moore et al. 2015; Chapman & Johnson, 1994).

Fases in anchoring

Conform de relevante literatuur, bestaat *anchoring* uit twee verschillende fases. In de eerste fase velt het individu een voorlopig oordeel. Dit oordeel wordt omschreven als *anchor* of het anker. In het voorgaande voorbeeld was dit het geschatte aandeel Afrikaanse landen in de Verenigde Naties. Dit oordeel werd beïnvloedt door het volledig willekeurig bepaalde getal op het rad. Vervolgens wordt in de volgende fase het eerste oordeel aangepast, waarbij nieuwe beschikbare informatie wordt verwerkt.

In het voorbeeld zou dit het geval zijn als de respondent te horen had gekregen dat het initieel geschatte percentage Afrikaanse landen te laag was. De verwachting is dat de daaropvolgende schatting nog steeds relatief laag zou zijn en dus onvoldoende is aangepast. Dit toont aan dat het anchor – de eerste (te lage) inschatting – effect heeft op de uiteindelijke beoordeling (Mussweiler en Strack, 2000; Tversky & Kahneman, 1974; Epley & Gilovich, 2001).

Anchoring kan zich ook op alternatieve wijzen manifesteren, bijvoorbeeld via gesprekslogica. De assumptie is dat mensen tijdens een gesprek enkel relevante informatie delen. Vervolgens wordt het in het gesprek genoemde standpunt of verkoopprijs als anchor gehanteerd. Hierbij ontstaat het risico dat deze prijs als anker gaat fungeren tijdens het acquisitieproces en dat er wordt besloten om te veel voor een bepaalde acquisitie te betalen (Epley, 2004).

Debiasing van anchoring

Nadat op basis van de relevante literatuur – en een voorbeeld – is omschreven op welke wijze *anchoring* een mogelijk negatief effect kan hebben op het acquisitiebesluitvormingsproces van projectontwikkelaars, is het relevant om de kijken hoe de effecten hiervan kunnen worden gemitigeerd.

De negatieve gevolgen van *anchoring* kunnen simpelweg worden voorkomen door bij het maken van aannames of het nemen van besluiten gebruik te maken van onderbouwingen op basis van relevante informatie. Op basis van de analyse van deze informatie, kan eenvoudig worden bepaald of het startpunt – de *anchor* – een realistisch uitgangspunt is, of dat dit gewijzigd dient te worden. Hiermee wordt voorkomen dat de daaropvolgende inschattingen beïnvloedt worden door een *anchor* wat – conform de toepasbare informatie – te hoog of te laag ligt (Smith & Windschitl, 2015).

4.4. Conclusie

Ter verdieping van hoofdstuk 3 is er in hoofdstuk 4 nader ingegaan op de rol en de (negatieve) impact van de *biases overconfidence*, *optimism* en *anchoring* binnen het acquisitiebesluitvormingsproces van projectontwikkelaars. Vooruitlopend op het empirisch onderzoek is specifiek voor deze drie *biases* gekozen gezien hun relevantie voor processen waar relatief weinig informatie beschikbaar is en dus een grote rol is weggelegd voor de persoonlijke inschatting van het individu.

In de volgende hoofdstukken zal door middel van empirisch onderzoek en de analyse van kwalitatieve interviews nader worden bekeken op welke wijze (onder meer) deze *biases* een rol spelen in de praktijk. Tevens zal er worden geanalyseerd welke maatregelen er in het acquisitiebesluitvormingsproces genomen kunnen worden om de negatieve gevolgen hiervan te voorkomen of te mitigeren.

5. Praktijkonderzoek

In dit onderzoek staat het acquisitiebesluitvormingsproces van projectontwikkelaars centraal. Daarbij is op basis van de relevante literatuur onderzocht op welke wijze *biases* hier een rol spelen. Uiteindelijk is het doel van dit onderzoek om op basis van een analyse van zowel de literatuur als de praktijk tot aanbevelingen te komen op basis waarvan EDGE haar acquisitiebesluitvormingsproces kan verbeteren door de invloed van *biases* te minimaliseren. Dit hoofdstuk omschrijft op welke wijze het praktijkonderzoek is ingericht.

5.1. Onderzoeksdoel

Onderhavig onderzoek dient te leiden tot een Company Research Paper. Hierbij is het overkoepelende doel dat op basis van een literatuur- en praktijkonderzoek concrete aanbevelingen worden gedaan aan de werkgever van de auteur. Onderdeel daarvan is dat een gedeelte van het praktijkonderzoek gericht dient te zijn op de organisatie van de werkgever, in dit geval EDGE.

Alvorens aanbevelingen kunnen worden gedaan op basis van de relevante literatuur of de werkwijze van vergelijkbare projectontwikkelaars, is het van belang om eerst een volledig beeld te krijgen van de werkwijze van EDGE. Om dit mogelijk te maken zijn in totaal zeven kwalitatieve interviews gehouden met individuen die betrokken zijn bij het acquisitiebesluitvormingsproces binnen EDGE. Hierdoor is een volledig beeld gekregen van de werkwijze, de hieraan verbonden risico's en de relevantie van eventuele aanbevelingen.

Vervolgens zijn bij twee vergelijkbare projectontwikkelaars in totaal vier interviews gehouden. Deze interviews waren erop gericht om te leren van de werkwijze van beide organisaties. Om hier een volledig beeld van te krijgen, zijn zowel interviews afgenomen met de werknemers die betrokken zijn bij het opstellen van de haalbaarheidsanalyse en het investeringsvoorstel als met directieleden die verantwoordelijk zijn voor de beoordeling van deze stukken en het nemen van de daadwerkelijke besluiten.

In navolging van het literatuuronderzoek, richt het praktijkonderzoek zich op de beantwoording van de analytische deelvragen, zijnde:

- Op welke wijze is het acquisitiebesluitvormingsproces van drie projectontwikkelaars ingericht en wat zijn hier de onderlinge verschillen?
- Welke *biases* spelen in de praktijk een rol bij het acquisitiebesluitvormingsproces?
- Hoe wordt in de praktijk geborgd dat de negatieve effecten van *biases* gemitigeerd worden in het acquisitiebesluitvormingsproces?

Op basis van de beantwoording van bovengenoemde deelvragen, dient de beantwoording van onderstaande – en de laatste – deelvraag er vervolgens toe te leiden dat er aanbevelingen worden gedaan op basis waarvan EDGE haar huidige acquisitiebesluitvormingsproces mogelijk kan aanpassen om daarmee de kwaliteit hiervan te verhogen door de negatieve impact van *biases* te minimaliseren.

- Hoe dient EDGE haar acquisitiebesluitvormingsproces aan te passen om de kwaliteit van haar besluitvormingsproces te optimaliseren?

Het uiteindelijke doel van deze company research paper is om op basis van het literatuur- en praktijkonderzoek tot een volledig antwoord van de centrale onderzoeksvraag te komen.

Welke (cognitieve) mechanismen spelen een rol bij het acquisitiebesluitvormingsproces van commerciële projectontwikkelaars en op welke wijze kan de kwaliteit van de besluitvorming hierbinnen worden geborgd?

5.2. Onderzoeksmethode en opzet

In aanvulling op het literatuuronderzoek, is ervoor gekozen om door middel van interviews onderzoek te doen naar het effect van *biases* in het acquisitiebesluitvormingsproces van drie vergelijkbare projectontwikkelaars. Uiteindelijk dient dit onderzoek tot aanbevelingen te leiden op basis waarvan EDGE de negatieve impact van *biases* op haar acquisitiebesluitvormingsproces kan minimaliseren. Hiervoor is ten eerste begrip nodig van het huidige verloop van het acquisitiebesluitvormingsproces binnen EDGE en de rol die *biases* daar op dit moment spelen.

Interviews acquisiteurs

Om een valide en betrouwbaar beeld van het acquisitiebesluitvormingsproces in de praktijk te krijgen, is ervoor gekozen om te starten met drie interviews met medewerkers van EDGE die in hun dagelijkse praktijk betrokken zijn bij het initiëren van acquisities. In die hoedanigheid zijn zij verantwoordelijk voor het opstellen van de haalbaarheidsanalyse, het business plan en het investeringsvoorstel.

In navolging van de interviews met de acquisiteurs binnen EDGE, zijn er nog twee acquisiteurs geïnterviewd. Zij zijn allebei werkzaam bij een andere projectontwikkelaar. Hierdoor zijn in totaal vijf acquisiteurs geïnterviewd, verdeeld over drie projectontwikkelaars.

Voorafgaand aan deze interviews is door de onderzoeker een vragenlijst opgesteld met daarop meerdere open vragen. Deze vragenlijst diende ter ondersteuning van de interviews. Hiermee hadden de interviews met de acquisiteurs een semigestructureerd karakter (Marquard et al., 2015).

Interviews directieleden

Nadat de interviews met de acquisiteurs waren geanalyseerd en duidelijk was wanneer welke *biases* in de praktijk optreden, zijn er in totaal vijf directieleden geïnterviewd. Drie hiervan werken bij EDGE. De overige twee werken allebei bij een andere projectontwikkelaar. De directieleden zijn verantwoordelijk voor het beoordelen van de voorgestelde acquisitievoorstellen. Zij dienen uiteindelijk het investeringsbesluit te nemen.

Doordat de input van de acquisiteurs is gebruikt om gedurende de interviews specifiek te vragen naar de rol van bepaalde *biases*, hebben ook de interviews met de directieleden een semigestructureerd karakter (Marquard et al., 2015).

Van belang is te vermelden dat de uiteindelijke investeringsbeslissing binnen EDGE wordt genomen door het investeringscomité. Echter, indien het management team niet vooraf instemt met de acquisitie, wordt het investeringsvoorstel niet voorgelegd aan het investeringscomité. Hier zal in hoofdstuk 6 nader op in worden gegaan.

Interview Raad van Advies

Nadat de interviews met de acquisiteurs en de directieleden waren afgenomen en geanalyseerd, is een interview afgenomen met een lid van de Raad van Advies van EDGE. Aan de hand van de analyses van de voorgaande interviews is hierbij besproken welke mogelijke bias-reducerende maatregelen effectief zouden zijn voor EDGE. Doordat hier concreet de link werd gelegd met de voorgaande interviews, kan ook hier over een semigestructureerd interview worden gesproken (Marquard et al., 2015).

Hierbij is het van belang te vermelden dat de Raad van Advies binnen EDGE geen formele rol heeft. Zij geven strategisch advies aan de executive board. Een van de leden van de Raad van Advies heeft een zetel in het investeringscomité. Dit was overigens niet de persoon die is geïnterviewd.

Kwalitatief onderzoek

Bovengenoemde onderzoeksmethode wordt in de literatuur omschreven als een kwalitatief onderzoek. Er is sprake van een relevant en afgebakend werkveld, namelijk drie commerciële projectontwikkelaars die qua bedrijfsomvang, doelstelling en type projecten met elkaar te vergelijken zijn.

Door middel van semigestructureerde interviews wordt per ontwikkelaar inzicht verkregen in de wijze waarop het acquisitiebesluitvormingsproces in de praktijk werkt en welke elementen hierbij de kwaliteit van dit proces mogelijk aantasten (Boeije, 2014).

De interviews waren erop gericht om een beter begrip te krijgen van de wijze waarop de acquisitiefase in de praktijk is ingericht en op welke wijze besluitvorming tot stand komt. Om hier een volledig beeld van te krijgen, is gekozen voor interviews met een verkennend karakter, waarbij op basis van open vragen getracht wordt een volledige uiteenzetting te krijgen van het acquisitiebesluitvormingsproces (Baarde et al., 2013).

Semigestructureerd onderzoek

In totaal zijn er door de onderzoeker zeven interviews afgenomen met directe collega's, dan wel met een lid van de Raad van Advies. Daarbij speelt mee dat de onderzoeker zelf volledig op de hoogte is van de wijze waarop het acquisitiebesluitvormingsproces binnen EDGE is ingericht.

Door te kiezen voor een semigestructureerde manier van interviewen, is op basis van vooraf bepaalde (open) vragen getracht te voorkomen dat de onderzoeker de antwoorden van de respondenten zou beïnvloeden of kleuren. Op basis van de vragen zijn de respondenten en de onderzoeker tot een open gesprek gekomen waarbij zoveel mogelijk informatie is verzameld die niet door de mening van de onderzoeker is gekleurd. De open stijl waarin de interviews werden gehouden, wordt in de literatuur omschreven als '*conversation style*' (Bryman, 2012).

Voorafgaand aan de interviews is consequent gesteld dat het onderzoek zich richt op het verbeteren van het acquisitiebesluitvormingsproces in algemene zin. Hiermee wilde de onderzoeker voorkomen dat de respondenten zich enkel op de genoemde *biases* zouden focussen. Dit heeft ertoe geleid dat de respondenten eerst zelf hebben aangegeven welke risico's er in hun ogen aan het acquisitiebesluitvormingsproces kleven. Daarbij is hen ook gevraagd welke maatregelen hier eventueel tegen genomen zouden kunnen worden.

Nadat deze algemene uiteenzetting was gegeven, zijn de respondenten door de onderzoeker gewezen op de rol van *Behavioral Finance* en meer specifiek het mogelijke effect van *biases* in de praktijk. Hierbij is door de onderzoeker gevraagd naar de wijze waarop de respondenten hier ervaring mee hadden. Tenslotte is specifiek de rol van *overconfidence*, *optimism* en *anchoring* besproken en gevraagd welke maatregelen volgens de respondenten genomen zouden kunnen worden om in dit licht tot betere besluitvorming te komen.

De rol van de onderzoeker

Doordat de onderzoeker evenals zes respondenten werkzaam is voor EDGE, leidde dit ertoe dat veel praktijkvoorbeelden werden genoemd die mogelijk minder relevant waren voor het onderzoek. Daarbij kon de onderzoeker sturen op meer algemene omschrijvingen van het acquisitieproces in de praktijk. Door zelf kennis te hebben van deze praktijk, kon er kritisch worden doorgevraagd op enkele onderdelen. Dit was in mindere mate het geval bij de interviews met de respondenten van andere projectontwikkelaars, aangezien de onderzoeker daar minder kennis had van de dagelijkse praktijk.

Daarbij viel op dat door de toezegging dat de interviews zouden worden geanonimiseerd, de respondenten binnen EDGE opvallend open en kritisch waren op de acquisitiebesluitvormingsprocessen. Mogelijk speelt hierbij een rol dat zij zich vertrouwd voelen bij een onderzoeker die eveneens een collega is. Hierdoor was er naar de mening van de onderzoeker geen sprake van sociaal wenselijke beantwoording, wat op zichzelf ook als *bias* kan worden beschouwd.

Tenslotte is een punt van aandacht de mate waarin de overige respondenten – niet werkzaam voor EDGE – bereid zijn geweest om kritisch te zijn over hun eigen acquisitiebesluitvormingsproces en de mogelijke aanwezigheid van risico's voortkomend uit *biases*. In ogenschouw dient te worden genomen dat het interview wordt afgenomen door een medewerker van een concurrerend bedrijf. EDGE kan mogelijk gebaat zijn bij de kennis van de risico's in het acquisitiebesluitvormingsproces van concurrenten. Alhoewel de onderzoeker dit niet heeft gemerkt, zou dit ertoe kunnen leiden dat de respondenten van de overige projectontwikkelaars niet het achterste van hun tong hebben laten zien.

5.3. Respondenten

Voor dit onderzoek is gekozen om op basis van de analyse van het acquisitiebesluitvormingsproces van twee vergelijkbare projectontwikkelaars – in combinatie met een bestudering van de relevante literatuur – aanbevelingen aan EDGE te doen. De literatuur omschrijft dat *bias*-reducerende maatregelen het meeste kans op succes hebben indien zij eenvoudig te implementeren zijn. Door het onderzoek op vergelijkbare projectontwikkelaars te richten, is de kans het grootst dat de eventueel geconstateerde aanbevelingen ook daadwerkelijk door EDGE inpasbaar zijn. Mogelijk is dit anders indien het besluitvormingsproces van EDGE zal worden vergeleken met dat van een beursgenoteerde projectontwikkelaar die zich enkel richt op het ontwikkelen van infrastructurele projecten of van een projectontwikkelaar zonder commercieel oogmerk (Larrick, 2014).

Hierbij is het van belang dat inzicht wordt verkregen in de wijze waarop de acquisitiedocumentatie (incl. het investeringsvoorstel) wordt opgesteld. Daarnaast is het van belang om te kijken op welke wijze een besluit daadwerkelijk wordt genomen nadat het investeringsvoorstel is ingediend. Deze fase is bijvoorbeeld vatbaar voor (onbewuste) *overconfidence* van bestuurders of directieleden.

Overige ontwikkelaars

De twee overige projectontwikkelaars zijn met EDGE vergelijkbaar op basis van de omvang van de organisatie, het type projecten, het commerciële oogmerk en het geografische werkgebied. Zij ontwikkelen zelfstandig met het doel om het project na oplevering aan een belegger te verkopen. Daarbij is geen van de organisaties beursgenoteerd. Voor hen geldt dat het grootste gedeelte van de aandelen in handen is van de oprichter(s). De winstgevendheid is afhankelijk van de projectresultaten van de verschillende projecten en wordt in de regel niet bepaald door de exploitatie van de gerealiseerde projecten. De ontwikkelrisico's komen in de regel voor rekening en risico van de projectontwikkelaar zelf. Ditzelfde geldt voor de eventuele projectwinsten. Deze overeenkomsten maakt de vergelijking tussen de drie projectontwikkelaars relevant.

Omwille van de gevoeligheid van de informatie die is gedeeld tijdens de interviews, is er – op initiatief van de onderzoeker – voor gekozen om de namen van de bedrijven noch de respondenten bekend te maken. Hiermee wilde de onderzoeker stimuleren dat de respondenten vrijuit konden spreken waarmee een meer betrouwbare verzameling aan data kon worden gegenereerd. De interviews zijn dan ook geanonimiseerd.

Omwille van de privacy van de deelnemende projectontwikkelaars en de daar werkzame respondenten, worden – op initiatief van de onderzoeker – de namen van de bedrijven noch de namen van de respondenten genoemd. Hiermee wilde de onderzoeker stimuleren dat de respondenten vrijuit konden spreken, waarmee een meer betrouwbare verzameling aan data kon worden gegenereerd.

Wel wordt er een onderscheid gemaakt tussen enerzijds quotes van acquireurs [**A**] of directieleden [**D**] en tussen *EDGE*, *Ontwikkelaar 1* [**O1**] en *Ontwikkelaar 2* [**O2**]. Een quote van een respondent die als directielid actief is bij Ontwikkelaar 2, wordt aangeduid als [**DO2**]. Voor *EDGE* geldt dat alle quotes van acquireurs – er zijn in totaal drie acquireurs en drie directieleden geïnterviewd – als [**AE**] worden aangeduid. Input van de Raad van Advies van *EDGE* wordt als [**RE**] weergegeven.

Code	Respondent
AE	Acquisiteur <i>EDGE</i> 1, 2 of 3
DE	Directielid <i>EDGE</i> 1, 2 of 3
AO1	Acquisiteur Overige Ontwikkelaar 1
DO1	Directielid Overige Ontwikkelaar 1
AO2	Acquisiteur Overige Ontwikkelaar 2
DO2	Directeur Overige Ontwikkelaar 2

Overigens is het van belang te vermelden dat alle deelnemers vrijwillig hebben meegewerkt. Er zijn geen cadeaus, tegemoetkomingen of andere incentives toegezegd. Volgens de literatuur komt dit vrijwillige karakter de kwaliteit van het onderzoek ten goede (Rubinstein, 2012).

5.4. Onderzoekopbouw

Om tot een waardevol vergelijk van het acquisitiebesluitvormingsproces tussen de drie verschillende projectontwikkelaars te komen, is het empirische onderzoek opgebouwd uit vier verschillende onderdelen.

Onderdeel	Toelichting
Interview - het proces	Hier staan de interviews met de acquisiteurs van de drie projectontwikkelaars centraal. Het gaat om een ongestructureerd interview, waarbij de acquisiteur wordt gevraagd om het acquisitieproces van haar werkgever te schetsen. Hierbij wordt ingezoomd op de documenten die aan het acquisitiebesluit ten grondslag liggen en de wijze waarop de informatie uit deze documenten wordt verzameld en verwerkt. Nadat een algemeen beeld is geschetst van het acquisitieproces, zal worden gevraagd naar de impact van <i>biases</i> binnen dit proces. Onderstaande tabel geeft een overzicht van de vragen die de onderzoeker vooraf had opgesteld en tijdens het interview konden worden gebruikt om het gesprek te structureren.
Analyse - het proces	Hier staat de analyse van de interviews uit onderdeel 1 centraal. Door kennis te nemen van de verschillen in de acquisitieprocessen, kan worden beoordeeld in welke situaties de negatieve effecten van <i>bias</i> een rol spelen. Deze informatie wordt vervolgens verwerkt in de vragen die zullen worden gesteld aan de beslissers (onderdeel 3). Daarnaast is het cruciaal om inzicht te hebben waar in het proces <i>biases</i> een rol spelen. Dit inzicht maakt het mogelijk om te onderzoeken op welke wijze deze afwijkingen in de toekomst voorkomen kunnen worden door middel van <i>bias</i> -reducerende maatregelen.
Interview - het besluit	Hier staan de interviews met de besluitvormers van de drie projectontwikkelaars centraal. Het interview met de Raad van Advies van EDGE valt hier eveneens onder. Het gaat om semigestructureerde en verdiepende interviews, waarbij de beslisser wordt gevraagd om een beeld van het acquisitieproces te schetsen. Hierbij wordt ingezoomd op de beoordeling van de documenten die aan het acquisitiebesluit ten grondslag liggen en de wijze waarop uiteindelijk het finale besluit tot stand komt. Nadat een algemeen beeld is geschetst, wordt nader ingegaan op de rol van het menselijk brein bij de beoordeling van een acquisitiebesluit. Hierbij wordt de informatie voortkomend uit de analyse van de interviews met de acquisiteurs verwerkt. Zonder direct te vragen naar het bestaan en de impact van <i>biases</i> , zal door middel van vragen worden getracht inzicht te krijgen of er sprake is van <i>biases</i> . Op deze wijze wordt sociaal wenselijk gedrag van de beslisser voorkomen. Vervolgens zal de rol van <i>biases</i> – op basis van de literatuur en de analyse van de interviews met de acquisiteurs – worden besproken. Het interview wordt afgesloten door verschillende <i>bias</i> -reducerende maatregelen te bespreken. Onderstaande tabel toont eveneens de vragen die de onderzoeker vooraf had opgesteld en tijdens het interview met de beslissers kon gebruiken om het gesprek te structureren.
Analyse - het besluit	Hier staat de analyse van de interviews uit onderdeel 3 centraal. Door kennis te nemen van de verschillende besluitvormingsprocessen, kan worden beoordeeld in welke situaties de negatieve effecten van <i>bias</i> een rol spelen. Daarnaast kan specifiek worden ingegaan op de door de beslisser genoemde <i>biases</i> en de mogelijkheden om de effecten hiervan te mitigeren of te elimineren.

Onderstaande tabel toont de vragen die voorafgaand aan de interviews met de respondenten zijn opgesteld. Deze vragen konden worden gehanteerd om de gewenste structuur in het interview aan te houden. Door de uitgebreide input van de acquisiteurs en directieleden bleek dit in de praktijk maar in beperkte mate noodzakelijk.

Vragen	Omschrijving
Vraag 1	Omschrijf a.u.b. je eigen rol binnen je organisatie.
Vraag 2	Omschrijf a.u.b. op welke wijze acquisities binnen uw organisatie tot stand komen.
Vraag 3	Omschrijf a.u.b. op welke wijze wordt beoordeeld of een potentiële acquisitie de moeite waard is om nader te onderzoeken.
Vraag 4	Omschrijf a.u.b. welke documenten opgesteld dienen te worden alvorens een acquisitiebeslissing kan worden genomen.
Vraag 5	Omschrijf a.u.b. op welke wijze deze interne documentatie tot stand komt en welke externe bronnen hiervoor worden gebruikt.
Vraag 6	Omschrijf a.u.b. op welke wijze de kwaliteit van deze externe bronnen wordt beoordeeld en hoe deze worden vertaald naar interne documentatie.
Vraag 7	Omschrijf a.u.b. op welke wijze de kwaliteit van het interne document wordt beoordeeld alvorens het aan de directie wordt voorgelegd.
Vraag 8	Omschrijf a.u.b. op welke wijze de toetsingscriteria (rendement, risico's) voor een project tot stand komen.
Vraag 9	Omschrijf a.u.b. de belangrijkste kansen en risico's die bij een acquisitiebesluit een rol spelen (financieel en niet-financieel).
Vraag 10	Omschrijf a.u.b. op welke wijze deze risico's in de toekomst mogelijk gemitigeerd kunnen worden.
Vraag 11	Omschrijf a.u.b. welke kennis je hebt van <i>biases</i> en hoe deze een rol spelen binnen het acquisitiebesluitvormingsproces.
Vraag 12	Omschrijf a.u.b. op welke wijze de <i>biases overconfidence, optimism en anchoring</i> een rol spelen binnen het acquisitiebesluitvormingsproces.
Vraag 13	Omschrijf a.u.b. welke maatregelen mogelijk genomen kunnen worden om het effect van deze specifieke <i>biases</i> tegen te gaan.

5.5. Uitvoering

In totaal hebben er elf interviews plaatsgevonden, met elf unieke respondenten. Om een volledig beeld te krijgen bij de *biases* – en de daaruit voortkomende risico's – die door de acquisiteurs werden opgemerkt, zijn eerst alle acquisiteurs geïnterviewd alvorens werd gestart met de interviews met de directieleden. Hierdoor kon de input van de acquisiteurs in de interviews met de directieleden worden meegenomen.

De interviews hebben plaatsgevonden in de periode begin juli tot half augustus 2023. Daarbij hebben de meeste gesprekken fysiek plaatsgevonden. Echter, door de zomervakantieperiode hebben drie interviews digitaal via Microsoft Teams plaatsgevonden. Ieder interview is – na voorafgaande goedkeuring – opgenomen middels een dictafoon om vervolgens schriftelijk uitgewerkt te worden. De uitgewerkte interviews zijn als bijlage bijgevoegd.

De interpretatie van de interviews vond plaats door de vocale opnames uit te schrijven en vervolgens de belangrijkste informatie te arceren. Eerst werd op basis van de interviews met de acquisiteurs binnen EDGE geanalyseerd welke *biases* in de praktijk een rol speelde. Vervolgens werd op basis van de interviews met de twee overige acquisiteurs onderzocht hoe dit bij andere bedrijven werkt. Vervolgens werden de interviews met de directieleden van EDGE uitgevoerd. Hierdoor ontstond een volledig beeld van de relevante *biases* in de praktijk. Na het afnemen van de interviews met de overige directieleden werd er nog gesproken met de Raad van Advies. Op basis van de relevante literatuur en de interviews is vervolgens geanalyseerd hoe de geconstateerde negatieve effecten voortkomend uit *biases* binnen EDGE in de toekomst kunnen worden geminimaliseerd.

De data voortkomend uit de interviews is geanalyseerd op basis van de *grounded theory approach*. Kenmerkend hiervoor is dat de verzameling van data (in dit geval voortkomend uit de meerdere interviews) en de analyse hiervan zich meerdere malen heeft herhaald. Zo heeft de informatie voortkomend uit het eerste interview met de acquisiteur, impact gehad op de interviews met de overige acquisiteurs. Werd bijvoorbeeld in het eerste interview een hele specifieke *bias* door de acquisiteur besproken, dan kon hier aan het einde van het interview met de volgende acquisiteur specifiek naar verwezen worden. In algemenere zin heeft de analyse van de interviews met de acquisiteurs weer impact gehad op de interviews met de directieleden. De *grounded theory approach* sluit volgens de literatuur goed aan bij een dergelijk verkennend onderzoek (Boeije, 2014; Baarda, 2013).

5.6. Verwerking

Na voorafgaande goedkeuring van de respondenten zijn alle interviews door middel van een geluidsopname vastgelegd. Alvorens de inhoud van de interviews geanalyseerd kon worden, zijn de geluidsopnamen via de transcribeer functie van Microsoft Word omgezet naar geschreven tekst. Echter, de kwaliteit van de transcripties bleek onvoldoende. Dit leidde ertoe dat de inhoud van de interviews onvoldoende naar voren kwam. Om de geschreven tekst overeen te laten komen met de inhoud van de interviews, is besloten om de geluidsopnames handmatig uit te schrijven.

Eenzijds was dit een tijdrovende taak, anderzijds bood dit direct de mogelijkheid om de meest opvallende passages uit de interviews te arceren en in te delen per relevante *bias* of *heuristiek*. Op deze wijze leidde het handmatig transcriberen van de geluidsopnamen direct tot een handmatige analyse en ordening van de interviews. Hierdoor kon de analyse daarna eenvoudiger worden uitgevoerd en waren de relevante uitspraken efficiënt te vinden door de arceringen. Hiermee verviel de noodzaak om voor de analyse van de interviews aanvullende coderingsmethoden te gebruiken of een coderingsboom op te stellen.

5.7. Conclusie

Alvorens tot de analyse van de kwalitatieve interviews over te gaan, heeft Hoofdstuk 5 uiteengezet op welke wijze het empirische onderzoek is ingericht. Hierbij is toegelicht waarom er voor een bepaalde groep respondenten is gekozen, welke onderzoekstechniek is gebruikt bij het bepalen van de interviews en hoe de data hieruit voortkomend is geanalyseerd.

Hoofdstuk 6 geeft een uitgebreide analyse van het onderzoek en sluit af met enkele aanbevelingen.

6. Resultaatanalyse

In dit hoofdstuk wordt geanalyseerd op welke wijze het acquisitiebesluitvormingsproces in de praktijk verloopt. Deze analyse gebeurt op basis van kwalitatieve interviews met medewerkers van EDGE en twee vergelijkbare projectontwikkelaars. Na de algemene analyse van het acquisitieproces, wordt geanalyseerd welke *biases* in de praktijk een rol spelen en welke maatregelen mogelijk genomen kunnen worden om de negatieve effecten hiervan te minimaliseren.

Door de koppeling te maken met het literatuuronderzoek uit Hoofdstuk 2, 3 en 4 – en op basis van de onderzoeksopzet zoals omschreven in Hoofdstuk 5 – wordt antwoord gegeven op de vooraf bepaalde deelvragen:

- Op welke wijze is het acquisitiebesluitvormingsproces van drie projectontwikkelaars ingericht en wat zijn hier de onderlinge verschillen?
- Welke *biases* spelen in een rol binnen het acquisitiebesluitvormingsproces van EDGE?
- Hoe wordt in de praktijk geborgd dat de negatieve effecten van *biases* gemitigeerd worden in het acquisitiebesluitvormingsproces?
- Hoe dient EDGE haar acquisitiebesluitvormingsproces aan te passen om de kwaliteit van haar besluitvormingsproces te optimaliseren?

6.1. Organisatiestructuur

EDGE is een onafhankelijke commerciële projectontwikkelaar met kantoren in Nederland, Duitsland en Engeland. Hierbij heeft EDGE de focus op het (her)ontwikkelen van duurzame kantoorgebouwen in binnenstedelijke gebieden. Het bedrijf is ruim 25 jaar geleden opgericht door Coen van Oostrom. Hij is nog steeds de CEO van EDGE en bezit het merendeel van de aandelen. In 2022 is een significant minderheidsbelang in het bedrijf verkocht aan Australische investeringsmaatschappij en strategische partner Macquarie.

Dit onderzoek en de daaruit voortkomende aanbevelingen richten zich op de Nederlandse organisatie van EDGE, welke wordt geleid door een lokaal managementteam. Het managementteam bestaat uit een afgevaardigde van het commerciële team, het ontwikkelteam en de financiële afdeling. Daarnaast kent EDGE een executive board bestaande uit drie personen, zijnde de CEO, CFO en COO. De executive board ziet toe op de verschillende nationale teams. Tenslotte is er een overkoepelende Raad van Advies, waar geen formele bevoegdheden aan zijn toegekend. Zij geven strategisch advies aan de executive board.

Nadat de inhoud van een acquisitievoorstel is afgestemd en is goedgekeurd door het lokale managementteam en de executive board, dient het uiteindelijke investeringsbesluit te worden genomen door het investeringscomité. Dit orgaan bestaat uit vier personen, te weten de CEO, een afgevaardigde van de Raad van Advies en twee vertegenwoordigers van de Australische minderheidsaandeelhouder. Investeringsbesluiten dienen unaniem te worden goedgekeurd.

Dit onderzoek richt zich op het verbeteren van het acquisitiebesluitvormingsproces van de Nederlandse afdeling van EDGE. Daarbij zijn de leden van het commerciële team – ook wel *acquisiteurs* genoemd – verantwoordelijk voor het opstellen van de acquisitiedocumentatie. In aanvulling op de literatuur bestaat dit uit een haalbaarheidsanalyse, een business plan en het investeringsvoorstel. Hiervoor werken zij nauw samen met collega's van de ontwikkelingsafdeling. Door middel van drie interviews met verschillende leden van het commerciële team, is inzicht gekregen in hun rol binnen het acquisitiebesluitvormingsproces.

Vervolgens zijn eveneens drie interviews afgenomen met verschillende leden van het Nederlandse managementteam. Op basis hiervan wordt geanalyseerd op welke wijze zij tot de daadwerkelijk besluitvorming overgaan, waarbij de haalbaarheidsanalyse, het business plan en het investeringsvoorstel de basis vormen.

Tenslotte is er een lid van de Raad van Advies geïnterviewd, om ook een beeld te krijgen van zijn opvattingen over het acquisitiebesluitvormingsproces. Alhoewel de Raad van Advies geen formele rol heeft binnen dit proces, kan hun advies mogelijk invloed hebben op de kleur van de besluiten van de individuele beslissers.

Er dient te worden vermeld dat het uiteindelijk investeringsbesluit niet door het managementteam wordt genomen, maar door het investeringscomité. Echter, zonder instemming van het managementteam wordt het acquisitievoorstel niet aan het investeringscomité voorgelegd. Daarnaast heeft het managementteam – in vergelijking met het investeringscomité – meer directe betrokkenheid bij het opstellen van de acquisitiedocumentatie. Daarom is de bestudering van de werkwijze van lokale managementteam – en de mogelijke verbeteringen daarvan – relevant.

Overige projectontwikkelaars

Na de uitgebreide analyse van het acquisitiebesluitvormingsproces binnen EDGE, is eveneens onderzoek uitgevoerd bij twee vergelijkbare commerciële projectontwikkelaars. Het onderzoek bestond uit telkens twee interviews per projectontwikkelaar.

Een van deze twee andere organisaties is circa 15 jaar geleden opgericht door twee partners, welke beide nog steeds leidinggeven aan de organisatie en gezamenlijk het merendeel van de aandelen bezitten (hierna: *Ontwikkelaar 1*). De andere projectontwikkelaar is circa 9 jaar geleden opgericht door een samenwerking van een groep verschillende partners, waardoor het eigendom van het bedrijf over een grotere groep is verdeeld (hierna: *Ontwikkelaar 2*). Beide organisaties zijn actief in het (her)ontwikkelen van commercieel vastgoed in binnenstedelijke gebieden.

Beide eerste interviews zijn gehouden met medewerkers die verantwoordelijk zijn voor het opstellen van de haalbaarheidsanalyse en het investeringsvoorstel. De tweede interviews vonden plaats met beslissers, waarbij nader werd ingegaan op de daadwerkelijke besluitvormingsfase. Het doel van de interviews was om te beoordelen of er in het acquisitiebesluitvormingsproces vergelijkbare negatieve effecten van *biases* optreden als bij EDGE en op welke wijze deze mogelijk gemitigeerd worden. De combinatie van deze analyse met de relevante literatuur, dient te leiden tot aanbevelingen aan EDGE om het acquisitiebesluitvormingsproces te verbeteren.

Aanduiding respondenten

Omwille van de privacy van de deelnemende projectontwikkelaars en de daar werkzame respondenten, worden de namen van de bedrijven noch de namen van de respondenten genoemd. Wel wordt er een onderscheid gemaakt tussen enerzijds quotes van acquisiteurs [A] of directieleden [D] en tussen EDGE, *Ontwikkelaar 1* [O1] en *Ontwikkelaar 2* [O2]. Een quote van een respondent die als directielid actief is bij *Ontwikkelaar 2*, wordt aangeduid als [DO2]. Voor EDGE geldt dat alle quotes van acquisiteurs – er zijn in totaal drie acquisiteurs en drie directieleden geïnterviewd – als [AE] worden aangeduid. Input van de Raad van Advies van EDGE wordt als [RE] weergegeven.

In overleg met de respondenten werkzaam bij EDGE – zowel de acquisiteurs als directieleden – is gekozen om de quotes niet nader aan een bepaalde respondent toe te wijzen. Hiermee diende te worden geborgd dat de respondenten vrijuit konden spreken. Op het moment dat de respondenten wel specifiek genummerd zouden worden (bijv. AE1 of AE2), zouden sommige – eventuele kritische – uitspraken mogelijk terug te voeren zijn op bepaalde individuen. Dit is getracht hiermee te voorkomen. Nadeel van deze structuur is dat het niet altijd direct duidelijk is of de respondenten het met elkaar (on)eens waren. Door middel van een toelichting op de input van de respondent heeft de auteur hier kleur bij geprobeerd te geven.

6.2. Initiatief, proces en informatievergaring

De eerste fase van het acquisitiebesluitvormingsproces kan worden aangeduid als de initiatieffase. De wijze waarop potentiële acquisities bij projectontwikkelaars onder de aandacht komen, valt op te delen in een formele- en informele wijze. Dit geldt voor alle drie de onderzochte projectontwikkelaars, wat valt te verklaren doordat alle partijen met dezelfde adviseurs (makelaars), gebouweigenaren en gemeenten te maken hebben.

Bij de informele wijze wordt een medewerker – vaak een lid van het managementteam of de partnergroep – getipt over een mogelijk nieuw project. Het netwerk van de projectontwikkelaar speelt hierbij een belangrijke rol. Hierbij wordt nadrukkelijk gewezen op de prominente rol van de CEO en oprichter van de projectontwikkelaars: *“Het grootste gedeelte van de acquisities komt binnen via het netwerk van de oprichter, die bijna nooit op kantoor is maar altijd in de markt is en met mensen aan het praten is [AO1]”*.

De formele wijze ziet toe op tenders of gestructureerde (openbare) verkoopprocessen. De gemeente of verkopende particuliere partij schrijft alle potentiële kopers actief aan. Hierbij is een dominante rol weggelegd voor de commerciële medewerkers van de projectontwikkelaars – niet zijnde de bestuurders. Zij onderhouden actief contact met makelaars, gemeentes en gebouweigenaren met als doel tijdig om de hoogte te worden gesteld van dergelijke acquisitiemogelijkheden: *“Door wekelijks af te spreken of even te bellen met de verschillende makelaars, blijven wij op de hoogte van projecten die in de verkoop komen [AE]”*.

Proces

Zodra een mogelijke acquisitie in beeld is gekomen, wordt dit besproken in een wekelijks acquisitie-, commercieel- of partneroverleg. Ondanks dat de verschillende projectontwikkelaars andere benamingen hanteren voor dit overleg, is het uitgangspunt gelijk. Dit is de plek waar de eerste analyse van de acquisitie plaatsvindt. Hier wordt de vraag beantwoord of de acquisitie past binnen de strategie van de projectontwikkelaar gegeven de omvang van het project, de doorlooptijd, de locatie, het risicoprofiel, de functie, de betrokken partijen, het vermogensbeslag en de opbouw van de portefeuille.

Bij de bepaling welke mogelijke acquisities in het wekelijks overleg worden besproken, treedt het eerste verschil tussen de onderzochte projectontwikkelaars op. EDGE en Ontwikkelaar 1 geven aan zich op voorhand niet te willen beperken tot een bepaald type project: *“Wij dienen open te staan voor allerlei kansen en niet op voorhand aangeven dat sommige type projecten – bijvoorbeeld de herontwikkeling van een kerk – ons niet past [OA1]”* en *“De acquireur moet zoveel mogelijk projecten aandragen, ook al is dit op voorhand niet direct een match. Vervolgens kijkt het managementteam er kritischer naar. Zij zijn niet bang om de acquisitie direct af te schieten. Dit omdat zij bijvoorbeeld meer informatie hebben over de financiële- en capaciteitsmogelijkheden van de organisatie [AE]”*. Hierbij wordt opgemerkt dat het managementteam vertegenwoordigd is in het commercieel overleg.

Bij Ontwikkelaar 2 is het aan de persoonlijke beoordeling van de medewerker die de acquisitiekans heeft opgedaan om te bepalen of de mogelijkheid in het wekelijks overleg wordt besproken: *“Op basis van onze ruime ervaring en de duidelijke uitgangspunten waar een nieuw project aan moet voldoen, kan de eerste schifting eenvoudig voorafgaand aan het partneroverleg worden gemaakt. Dit voorkomt dat wij tijd besteden aan acquisities die niet de moeite waard zijn [DO2].”*

Indien op basis van de eerste analyse wordt besloten om de kans verder te onderzoeken, wordt er een acquisitieteam samengesteld. Dit team is minimaal opgebouwd uit een medewerker met commerciële ervaring en een medewerker met technische ervaring. Zij hebben als taak om de commerciële potentie van de mogelijke acquisitie nader te onderzoeken. Dit wordt ook wel een *“quickscan [AO1]”* genoemd. *“Er wordt in het begin direct een inschatting gemaakt of een rendement op het eigen geld kan worden behaald. Dit wordt berekend door een IRR (internal rate of return) of MOIC (multiple on invested capital). Daar moet het minimaal aan voldoen. Hierbij wordt de afweging gemaakt tussen het risico en het gewenste rendement. Bij een project met heel weinig risico, kan er akkoord worden gegaan met een lager rendement [AO2]”*.

Haalbaarheidsanalyse en business plan

De nadere analyse van een acquisitiemogelijkheid dient bij alle drie de ontwikkelaars te worden vertaald in een haalbaarheidsanalyse en een beknopt business plan. De haalbaarheidsanalyse bevat de financiële onderbouwing en het business plan gaat nader in op de belangrijkste kansen en risico's.

Een sensitiviteits- of gevoeligheidsanalyse vormt bij alle partijen – in meer of mindere mate – een vast onderdeel van dit onderzoek. Hierdoor wordt op basis van verschillende scenario's de impact op het geprognostiseerde projectresultaat inzichtelijk gemaakt: *“Wij maken vervolgens drie scenario's: een scenario binnen het bestemmingsplan op basis van 'as-is-where-is', het scenario waarvan ik denk dat die het gaat worden en een 'blue-sky'-scenario' [AO1]”, “In onze haalbaarheidsanalyse hanteren wij standaard een scenarioanalyse waarbij wij een 'worst-case', 'base-case' en 'performance-case' scenario presenteren [AE]” en “Wij maken wel veel sensitiviteitsanalyses, om een goed gevoel te krijgen wat de impact op het projectresultaat is als de bouwkosten stijgen, of de huren dalen [AO2]”.*

Bij EDGE en Ontwikkelaar 1 zijn de haalbaarheidsanalyse, het business plan en het uiteindelijke investeringsvoorstel gebaseerd op een gestandaardiseerd format. Deze rapportage wordt vervolgens gedeeld met het managementteam, waarna wordt beoordeeld – in het licht van het minimaal gestelde rendement en de beoogde risico's – of de acquisitie voldoende potentie heeft om tot een verdiepend onderzoek over te gaan. Daarbij kan tussentijds op verzoek van de acquisitieteams door het managementteam worden besloten om het acquisitieteam budget ter beschikking te stellen zodat extern advies kan worden ingewonnen.

Ontwikkelaar 2 geeft aan geen gestandaardiseerde documenten te hanteren en per acquisitie te beoordelen wat nodig is om een volledig gedragen besluit te nemen: *“Wij hebben een partnergroep waar constant overleg in plaatsvindt. Zodra iets serieus is, wordt hier alle informatie in gedeeld en besproken. Dit bestaat uit de financiële analyse en het overzicht van de belangrijkste kansen- en risico's. Dit is geen gestandaardiseerde set aan documenten. Per project wordt bekeken wat er nodig is [AO2]”.* Hier is het aan het acquisitieteam – welke tevens (grotendeels) bestaat uit de partners – om te bepalen op welke wijze de partnergroep overtuigd dient te worden om in een bepaalde acquisitie te investeren. Hierbij speelt een rol dat dit een relatief kleinere – en organisatorisch zeer platte – organisatie is waar een groot gedeelte van de medewerkers ook partner is.

Investeringsvoorstel

Indien door het managementteam van EDGE en Ontwikkelaar 1 wordt besloten om de mogelijke acquisitie verder te onderzoeken, zal extern advies worden ingewonnen om de impact van de grootste kansen en risico's beter in te kunnen schatten. Zodra de haalbaarheidsanalyse en het business plan is bijgesteld op basis van deze externe informatie, zal een investeringsvoorstel door het acquisitieteam worden opgesteld. Op basis van de hierin voorgestelde uitgangspunten – o.a. de acquisitieprijzen en de bijbehorende voorwaarden – dient het investeringsbesluit eerst door het managementteam te worden genomen. Vervolgens dient ook het investeringscomité met de acquisitie in te stemmen.

Als onderdeel van het goedkeuringsproces, dient het acquisitieteam van EDGE en Ontwikkelaar 1 het investeringsvoorstel – inclusief de haalbaarheidsanalyse en het business plan – toe te lichten aan het management team en aan het investeringscomité. Hier worden de belangrijkste commerciële aannames nogmaals besproken en wordt aandacht besteed aan de meest relevante risico's. Hier is ruimte voor discussie.

Door de intensieve afstemming tussen het management team en het acquisitieteam voorafgaand aan het indienen van het investeringsvoorstel, wordt binnen EDGE getracht te voorkomen dat de commerciële aannames na afloop van de presentatie nog aangepast dienen te worden: *“Doordat de leden van het managementteam nauw betrokken zijn bij het opstellen van de haalbaarheidsanalyse, wordt geborgd dat iedereen het eens is over de belangrijkste uitgangspunten voordat het investeringsvoorstel formeel wordt ingediend [DE]”.*

Bij Ontwikkelaar 1 dient het investeringsvoorstel goedgekeurd te worden door het investeringscomité. Deze groep bestaat uit acht personen waarbij iedere beslisser een andere afdeling van het bedrijf vertegenwoordigt (financiën, marketing, ontwikkeling, commercie, operatie, etc.). In tegenstelling tot de werkwijze van EDGE, is het bij Ontwikkelaar 1 geen uitzondering dat de voorgestelde investering naar aanleiding van de discussie in het investeringscomité wordt bijgesteld: *“Bij een binding offer zie je toch dat er in het IC allerlei kaasschaafmethodes over de voorgestelde bieding gaan en er een andere prijs tot stand komt [AO1]”*.

Bij Ontwikkelaar 2 wordt het acquisitiebesluit genomen in de partnergroep, zonder een gestandaardiseerd investeringsvoorstel: *“Binnen de partnergroep wordt iedere commerciële aannames besproken, zonder dat hier een volledig gestandaardiseerde rapportage aan ten grondslag ligt. Wij willen hiermee voorkomen dat wij te bureaucratisch worden en het ondernemende karakter verliezen [DO2]”*.

Naast bovenstaande verschillen tussen de drie ontwikkelaars, wijzen zij unaniem op het belang van de aanwezigheid van verschillende personen en disciplines in het beoordelingsorgaan. In lijn met de literatuur wordt dit aangehaald als een van de belangrijkste maatregelen om tot kwalitatief goede besluitvorming te komen. *“De kracht van de IC is dat er best veel mensen in zitten die ver van de operations af staan [DO1]”* en *“Wij zitten in een structuur waar echt gebalanceerd een beslissing wordt genomen. Een voordeel hiervan is dat de partnergroep allemaal net een iets andere invalshoek heeft op een bepaald project, daardoor ontstaat een soort ronde van ‘challenges’ van elke assumptie die erin zit [DO2]”* (Russo & Schoemaker, 1992).

Informatievergaring

Zoals uit het literatuuronderzoek naar voren is gekomen, dienen projectontwikkelaars voorafgaand aan acquisitiebeslissingen aannames te doen over de wijze waarop de belangrijkste (commerciële) parameters zich in de toekomst zullen ontploegen. Alle drie de projectontwikkelaars geven aan hierbij voornamelijk te leunen op hun eigen ervaring als op externe data: *“Natuurlijk kom je bij het maken van aannames uit op een beetje onderbuikgevoel en ervaring. Zonder het laatste flardje onderbuikgevoel ga je een project niet doen, want dan kan je alles kapot redeneren. Maar het overgrootste gedeelte van onze business cases hebben we wel gestoeld op data [DO2]”* en *“Wij hebben zoveel lopende projecten, waardoor wij vaak deze referentiegetallen gebruiken. Alleen in een heel specifiek geval maken wij nog gebruik van bouwkostenadviseurs [AO1]”*.

Het valt op dat naarmate het acquisitiebesluitvormingsproces vordert, het gebruik van externe data steeds verder toeneemt. Bij de eerste analyses is meer ruimte voor aannames op basis van ervaring: *“In het begin wordt de input op het business plan met name intern gegeven op basis van ervaring, maar zodra het wat serieuzer wordt, is er ook veel ruimte voor afstemming met externe adviseurs, juristen, makelaars, etc. [AO1]”*.

Doordat de eerste aannames in het acquisitiebesluitvormingsproces voornamelijk worden gedaan op basis van ervaringen uit het verleden, kan het risico ontstaan dat deze ervaringen het uiteindelijke investeringsvoorstel kleuren. Daarbij speelt mee dat de ontwikkelaars beseffen dat externe data eveneens is gebaseerd op het verleden of vatbaar is voor *biases*, terwijl het wordt gebruikt ter onderbouwing van toekomstige aannames.

Zodra het acquisitieonderzoek zich in een verder gevorderd stadium bevindt en het uitbrengen van een bindende bieding steeds serieuzer wordt, zie je dat meer gebruik wordt gemaakt van externe adviseurs. Zij worden met name ingezet om de meest sensitieve aannames te dubbelchecken en de belangrijkste risico's nog eenmaal gedetailleerd te onderzoeken. Ondanks deze rol van de externe adviseurs, is het merendeel van de informatievergaring afkomstig van de ervaring van het acquisitieteam zelf: *“Overigens vind ik extern bouwkostenadvies niet heel veel meer waard, want zij gaan veilig zitten en baseren zich vaak op referenties uit het verleden. Uiteindelijk valt het toch weer tegen [AO1]”*.

6.3. Biases van de acquisiteur

Het praktijkonderzoek heeft ten doel te analyseren welke rol *biases* spelen bij het acquisitiebesluitvormingsproces van EDGE. Op basis van de analyse van het acquisitiebesluitvormingsproces van twee andere ontwikkelaars én van de relevante literatuur, zullen aanbevelingen aan EDGE worden gedaan teneinde de kwaliteit van haar acquisitiebesluitvormingsproces te verbeteren.

Voorafgaand aan de drie interviews met de acquisiteurs van EDGE is niet vermeld dat het onderzoek zich specifiek richtte op het effect van *bias* tijdens de acquisitiebesluitvormingsfase. Nadat door de respondenten een algemene uiteenzetting was gegeven van de fase en hun werkwijze, is het effect van *bias* door de onderzoeker toegelicht en specifiek gevraagd naar de aanwezigheid hiervan. Hierbij is door de interviewer zoveel mogelijk aangesloten bij de *biases* of valkuilen die daarvoor door de respondent zelf waren aangehaald. Dezelfde techniek is eveneens gehanteerd bij de interviews met de acquisiteurs van de overige twee ontwikkelaars.

Voorafgaand aan de interviews, was de verwachting van de onderzoeker op basis van zijn eigen ervaringen dat bepaalde heuristieken en *biases* een rol zouden spelen bij het acquisitiebesluitvormingsproces van EDGE. In de analyse van de relevante literatuur, is op basis van deze ervaring gefocust op de *biases* die in de ogen van de onderzoeken het meest relevant zouden zijn voor EDGE. Daarbij is vervolgens specifiek nader ingegaan op de *biases* waarvan de onderzoeker van mening was dat deze de meest dominante rol zouden spelen, namelijk *overconfidence*, *optimism* en *anchoring*.

Na de afronding van de analyse van de literatuur, heeft de onderzoeker op basis van de interviews een beter beeld gekregen van de *biases* die zijn collega's binnen EDGE herkennen. Enerzijds werd hierdoor bevestigd dat *overconfidence*, *optimism* en *anchoring* inderdaad een dominante rol spelen. Anderzijds leerde de analyse van de interviews dat ook *the illusion of validity*, *illusory correlation*, *retrievability of instances*, *imaginability* en *ease of recall* als dominante factoren werden genoemd. Vandaar dat bij de analyse van de interviews ook bij deze *biases* – welke overigens ook in de theoretische analyse zijn behandeld – is stilgestaan.

Hierna een toelichting op de belangrijkste *biases* die uit de analyse van de interviews met de acquisiteurs van EDGE naar voren zijn gekomen. Dit gaat om (i) *overconfidence*, (ii) *optimism*, (iii) *anchoring*, (iv) *the illusion of validity* en (v) *illusory correlation*, *retrievability of instances*, *imaginability* en *ease of recall*.

Overconfidence

Het acquisitiebesluitvormingsproces kan worden aangetast doordat er sprake is van te veel zelfvertrouwen bij de betrokken acquisiteur. Dit kan ontstaan als de acquisiteur haar eigen kennis en kwaliteiten om de juiste inschattingen te maken overschat. Binnen EDGE speelt dit volgens de acquisiteurs een beperkte rol bij het opstellen van de haalbaarheidsanalyse. Hier is eerder sprake van *optimism*. In hun ogen speelt deze *overconfidence* een grotere rol bij het daadwerkelijke besluitvormingsproces, nadat de acquisitiedocumentatie is aangeleverd.

Gedurende de voorbereidingsfase van het acquisitiebesluitvormingsproces, kan *overconfidence* wel een negatieve rol spelen doordat acquisiteurs te zelfverzekerd zijn over hun aannames en niet open staan voor andere informatie. Dit hangt samen met de *bias imaginability*: “Je merkt bij ons dat mensen die zelf projecten hebben gedaan waar een nieuwe acquisitie erg op lijkt, met een hogere mate van zekerheid in het acquisitietraject optreden. Zij staan in mindere mate open voor externe informatie die hun aannames niet bevestigen. Hierdoor kunnen zij soms gedateerde of persoonlijk gekleurde uitgangspunten gebruiken [AE]”. In de literatuur zou dit kunnen worden geschaard onder *overprecision* – het individu is overtuigd dat hij de waarheid in pacht heeft waarmee het risico ontstaat dat hij geen interesse meer heeft om zijn aannames te toetsen.

Daarnaast wordt aangegeven dat de rol van *overconfidence* vatbaar is voor de economische tijd waarin EDGE zich begeeft. *“Ik denk dat wij het afgelopen jaar minder overconfident zijn geworden. Dit is wellicht net op tijd. En misschien ook omdat wij dat meer of eerder hebben gehoord bij investeerders die wat voorzichter zijn geworden. Dit heeft er misschien toe geresulteerd dat we niet veel projecten hebben geacquireerd de afgelopen tijd. Maar ik denk dat er best wel voorzichtigheid is in het daadwerkelijk nemen van de beslissing tot investering. Deze voorzichtigheid is dus toegenomen. Dat heeft ook te maken met het gewijzigde marktsentiment. Er blijft altijd wel opportunisme in de zin dat wij niet enkel de risico’s benoemen en aangeven wat er allemaal niet kan. Wij geven ook aan vertrouwen te hebben de kansen te benutten die andere partijen niet zien. In mijn ogen is dit inherent aan het karakter van een commerciële ontwikkelaar [AE]”.*

Optimism

De analyse van de relevante literatuur leert dat het individu de neiging heeft om de kansen op een succesvolle uitkomst hoger in te schatten dan de kans op een negatieve uitkomst. Deze *bias* wordt omschreven als *optimism*.

De bestudering van de interviews met de acquireurs van EDGE bevestigt dat deze *bias* een rol kan spelen in acquisitiebesluitvormingsproces: *“Als ontwikkelaar moet je per definitie enigszins opportunistisch zijn. Voordat wij besluiten aan een tender mee te doen, moeten wij de overtuiging hebben dat wij ten opzichte van al die andere deelnemers het winnende plan gaan indienen. En oh ja – hier moet ook nog een passende business case bij horen. Dat wij hierin optimistischer zijn dan de rest, wordt wel bevestigd doordat wij de enige partij zijn die uiteindelijk een definitief plan voor het Jaarbeurspleingebouw heeft ingediend [AE].”* Het effect van *optimisme* is in dit geval dat er mogelijk geïnvesteerd wordt in een tender of wordt overgegaan tot een acquisitie terwijl de aannames achteraf te rooskleurig blijken te zijn.

Optimisme kan ontstaan doordat de acquireur de mate waarin hij of zij controle heeft over een gebeurtenis overschat. Dit wordt in de literatuur *‘the illusion of control’* genoemd. Volgens de acquireur speelt dit bij EDGE een rol doordat verondersteld wordt dat een gebouw kan worden gemaakt voor een vooraf bepaald budget: *“Op het moment dat wij een investeringsvoorstel doen, weten wij vaak al dat we het beoogde ontwerp niet kunnen realiseren voor het opgenomen bouwbudget. Door dan een zogenaamd taakstellend budget op te nemen, wordt de verwachting geschept dat wij dezelfde gebouwkwaliteit kunnen maken voor minder budget. Dit is vergelijkbaar met het kijken door een roze bril [AE]”.*

Daarnaast kan er sprake zijn van *‘the planning fallacy’*, ook een type van overmatig optimisme: *“Bij acquisities wordt consequent een te optimistische bouwtijd ingeschat. Ondanks dat wij op basis van voorgaande projecten weten dat de aannemer altijd langer bezig is dan dat wij vooraf hebben ingeschat, blijven deze inschattingen consequent te ambitieus. Dit leidt tot een langere looptijd van het project en daarmee vaak meer financieringslasten en een lager projectresultaat [AE]”.* Door de mate van controle te overschatten – en voorbij te gaan aan externe factoren – dreigt het gevaar dat onrealistische aannames worden gedaan.

Tenslotte wordt door alle acquireurs binnen EDGE aangegeven dat er met name ruimte is voor optimisme op het moment dat er druk ontstaat om nieuwe projecten te acquireren: *“In periodes dat er veel projecten in de pijplijn zitten, is er meer dan voldoende werk onderhanden. Hierdoor is minder capaciteit over om nieuwe dingen te doen. Hierdoor is er ook geen noodzaak om opportunistisch of optimistisch te handelen. Ik sluit niet uit dat in periodes waarin wij minder projecten hebben er meer ruimte is voor optimistischere acquisitie. De kachel moet toch blijven branden [AE]”.* Hierdoor kan EDGE het risico lopen dat gedurende periodes dat het aantal projecten terugloopt, er te optimistische naar nieuwe acquisities wordt gekeken.

Anchoring

Acquisitiemogelijkheden worden vaak aangedragen via makelaars, gemeenten of verkopende partijen. Dit gaat dikwijls gepaard met het noemen van een bepaalde richtprijs. Volgens de literatuur is er sprake van de *bias anchoring* om het moment dat mensen bij hun beoordeling en besluitvorming overmatig veel waarde hechten aan de eerste informatie die zij over een onderwerp gepresenteerd hebben gekregen (zoals bijvoorbeeld deze richtprijs). Deze informatie of waarneming wordt het anker genoemd. Dit anker heeft een constante invloed op de rest van het beoordelingsproces.

Volgens de acquireurs van EDGE heerst hierdoor het risico dat de aannames van de haalbaarheidsanalyse zo worden bepaald dat het beoogde resultaat in de buurt komt bij deze richtprijs. Op het moment dat de acquireur zijn haalbaarheidsanalyse had gemaakt zonder kennis te hebben van de richtprijs, was hij op een lagere koopsom uit gekomen: *“Recentelijk waren wij bezig met een acquisitie waarbij de verkopend makelaar zei dat de koopsom minimaal boven EUR 20 mln moet zitten. Op basis van onze eerste analyse komen wij maar tot EUR 10 mln. Na overleg met het managementteam komen wij op basis van optimistischere uitgangspunten op een koopsom van EUR 15 mln. Vervolgens informeren wij de makelaar dat wij niet gaan bieden, omdat wij niet bij de gewenste prijs kunnen komen. De makelaar zegt vervolgens dat er wel wat ruimte zit, maar wij zien toch af van een vervolg omdat het gat met EUR 20 mln simpelweg te groot is. Een maand later wordt het project verkocht voor EUR 16 mln. De richtprijs die de verkopend makelaar dus in het begin heeft genoemd, is hier cruciaal gebleken [AE]”*. Het risico voor EDGE is in dit geval dat er een ongezonde druk zit om tot een bepaalde prijs te komen, terwijl de haalbaarheidsanalyse dit – zonder te optimistische aannames – niet toelaat. In tijden dat er druk ontstaat om te acquireren, kan dit een gevaarlijk element zijn in het acquisitiebesluitvormingsproces.

Samenhangend met *anchoring* komt het begrip *doelredeneren* veelvuldig terug in de interviews met de acquireurs van EDGE. De commerciële aannames worden in de haalbaarheidsanalyse zo gekozen dat zij aansluiten bij enerzijds de genoemde (en verder niet onderbouwde) aankoopprijs en anderzijds bij de minimale projectwinst die gemaakt moet worden. Dit wordt door de acquireurs gezien als een relevant risico: *“Als de verkoopprijs is genoemd, dan wordt daar gewoon naartoe gerekend. Er wordt dan minder nagegaan of dat doel wel realistisch is. Je moet sterk in je schoenen staan ruim onder deze prijs te gaan zitten [AE]”*. Ook intern kan er sprake zijn van doelredenering: *“Ook met het presenteren van de geprognosticeerde winsten van projecten. Ik kan mij nog herinneren dat wij een acquisitiebudget aanvroegen en dat dit enkel werd gegeven onder de aanname dat het project een minimale winsteis zou behalen. Toen wij vervolgens de aangepaste haalbaarheidsanalyse presenteerde, voorafgaand aan het acquisitiebesluit, was het winstpercentage op basis van het aanvullende onderzoek naar beneden bijgesteld. Toen werd voorafgaand aan de indiening door de directie gezegd dat wij niet konden afwijken van de vooraf bepaalde winstprognose omdat wij anders het risico zouden lopen dat het project niet zou worden goedgekeurd. Op basis hiervan zijn toen de commerciële parameters gewijzigd om toch weer aan de gestelde winsteis te voldoen [AE]”*. Hier bestaat het risico dat zodra een project is geacquireerd er direct een verslechtering – of rationalisering – van het resultaat gerapporteerd moet worden.

The illusion of validity

De laatste *bias* die naar voren kwam bij het analyseren van de interviews met de acquireurs van EDGE, was de *illusion of validity*. In het Nederlands wordt dit de schijn van validiteit genoemd. Conform de literatuur houdt dit in dat acquireurs onrechtvaardig veel vertrouwen hebben in (zeer) beperkte hoeveelheid beschikbare informatie. Dit gebrek aan informatie is al vaak aangehaald als een van de kenmerken van het acquisitiebesluitvormingsproces.

In de interviews geven de acquisiteurs van EDGE aan dat de focus tijdens het opstellen van de haalbaarheidsanalyse over het algemeen beperkt is tot het bepalen van de bouwkosten, het bouwvolume, de grondprijs, de huurprijzen, het rendement en de residuele grondwaarde. *“Vaak wordt voorbijgegaan aan aspecten die vandaag de dag steeds belangrijker zijn om een acquisitie goed te kunnen beoordelen, maar zich minder makkelijk laten vangen in een haalbaarheidsanalyse. Neem als voorbeeld de beperkingen op basis van het stikstofbeleid en de nieuwe regelgeving omtrent sociale huurwoningen. Als je als acquisiteur niet zelf over deze aspecten begint, bestaat het risico dat het onbesproken blijft en de risico’s niet worden gezien [AE]”.*

Daarnaast wijzen de acquisiteurs erop dat deze *bias* met name mogelijk negatieve effecten kan hebben bij het daadwerkelijke besluitvormingsproces. Alhoewel dan alle informatie zorgvuldig door de acquisiteurs is aangeleverd, is hun ervaring dat de focus van de beslissers beperkt is tot de belangrijkste commerciële uitgangspunten: *“Bij de beoordeling van een business case of haalbaarheidsanalyse wordt met name gefocust op (slechts) drie elementen, namelijk de BAR, de bouwkosten en de grondprijs. Dit komt omdat deze drie onderdelen zich ogenschijnlijk eenvoudig laten vergelijken met voorgaande projecten. Hierbij wordt echter voorbijgegaan aan andere belangrijke aannames en aan het gegeven dat er externe factoren invloed kunnen hebben op het verloop van een project [AE]”.* Het risico voortkomend uit deze *bias* is dat een investeringsbeslissing niet op de volledig beschikbare informatie is gebaseerd. Hiermee wordt mogelijke relevante informatie over het hoofd gezien.

Illusory correlation, retrievability of instances, imaginability & ease of recall

Bij het proces van informatievergaring voorafgaand aan opstellen van de haalbaarheidsanalyse en het business plan, is het onvermijdelijk dat acquisiteurs op basis van aannames moeten inschatten hoe de belangrijkste commerciële paramaters, kansen en risico’s zich in de toekomst zullen ontvouwen. Doordat er geen of beperkte informatie voorhanden is, bestaat het risico dat aannames gebaseerd worden op persoonlijke – mogelijk irrelevante – ervaringen uit het verleden.

Bij EDGE worden deze toekomstige aannames met name in het begin van het acquisitiebesluitvormingsproces grotendeels gebaseerd op ervaringen uit het verleden: *“Als acquisiteur heb je veel vrijheid om zelf de aannames te bepalen. Dit gebeurt in grote mate op gevoel en recente ervaringen [AE]”.* Daarbij wordt gewezen op het belang van vergelijkingen met projecten uit het verleden: *“Enerzijds zijn de referenties van eerdere projecten vrij belangrijk, dat geeft je een soort van houvast. Maar je kan niet alleen maar sturen op de referenties van gisteren. Je moet ook een visie nemen op morgen, zeker als een project heel competitief is ingestoken. Dit is aan de acquisiteur om hier een visie op te vormen [AE]”.*

Tevens speelt de specifieke ervaring van de acquisiteur een rol bij het bepalen van de belangrijkste aannames: *“Je merkt bij ons dat mensen die zelf projecten hebben gedaan waar een nieuwe acquisitie erg op lijkt, met een hogere mate van zekerheid in het acquisitietraject optreden. Zij staan in mindere mate open voor externe informatie die hun aannames niet bevestigen. Hierdoor kunnen zij soms gedateerde of persoonlijk gekleurde uitgangspunten gebruiken [AE]”.*

In de literatuur zijn er veel *biases* die ertoe leiden dat toekomstige aannames (onbewust) worden beïnvloed door ervaringen uit het verleden. Daarbij geldt dat des te sterker de herinnering is, des te dominanter de impact op de toekomstige aanname kan zijn. Doordat de acquisiteurs van EDGE in de beginfase slechts beschikken over beperkte relevante informatie, bestaat het risico dat zij zich bij het opstellen van de haalbaarheidsanalyse laten beïnvloeden door ervaringen uit het verleden of door vergelijkbare projecten. Hierbij is het gevaar dat deze ervaringen mogelijk niet – of in mindere mate – relevant zijn voor de toekomstige situatie.

Op basis van de analyse van de interviews en de bestudering van de relevante theorie, kan worden gesteld dat bij het proces van informatievergaring de volgende *biases* relevant zijn voor EDGE.

Illusory correlation – “Bij het bepalen van toekomstige huuraannames, wordt vaak gekeken naar de ontwikkeling van de huurprijzen bij projecten die wij eerder hebben opgeleverd. Hierbij loop je het risico dat voorbij wordt gegaan aan de externe factoren die destijds mogelijk deze extreme huurstijging hebben veroorzaakt [AE]”. Het risico bestaat dat acquireurs binnen EDGE – vertrouwend op hun eigen analytische vermogen – onterechte verbanden leggen met informatie uit het verleden. Dit kan ertoe leiden dat investeringsvoorstellen gebaseerd worden op foutieve aannames.

Retrievability of instances – “Voorafgaand aan een acquisitie wordt vaak naar recente transacties gekeken.. Echter, als jij de referenties van begin 2022 aanhoudt voor een bieding van vandaag de dag, dan weet je zeker dat je veel te veel betaalt. Kennis van de macro-economische ontwikkelingen is dus essentieel om realistische aannames te kunnen doen. Soms heb ik wel is het idee dat dit onvoldoende aanwezig is [AE]”. Acquireurs binnen EDGE focussen zich soms te veel op eenvoudig te verkrijgen informatie – bijvoorbeeld rendementen uit het recente verleden – zonder dat voldoende rekening wordt gehouden met de overige relevante aspecten. Dit kan leiden tot eendimensionale aannames.

Imaginability – “Je merkt bij ons dat mensen die zelf projecten hebben gedaan waar een nieuwe acquisitie erg op lijkt, met een hogere mate van zekerheid in het acquisitietraject optreden. Zij staan in mindere mate open voor externe informatie die hun aannames niet bevestigen. Hierdoor kunnen zij soms gedateerde of persoonlijk gekleurde uitgangspunten gebruiken [AE]”. Hierdoor ontstaat het risico dat acquireurs binnen EDGE toekomstige kansen en risico’s niet op basis van (beschikbare) objectieve data of berekeningen baseren, maar op gevoel. Dit kan leiden tot investeringsvoorstellen die te persoonlijk gekleurd zijn door de acquireur.

Ease of recall – “Veel gehoorde frustraties zijn de trajecten met gemeentes. Waarbij dingen waarvan je zou denken dat het heel logisch is dat het zou moeten slagen, een win-win voor beide partijen, er op geen mogelijkheid doorheen komen. Die negatieve ervaring leidt ertoe dat je denkt dat in het volgende traject het ook niet gaat lukken. Maar dit is natuurlijk helemaal niet per se gezegd [AE]”. Negatieve ervaringen uit het verleden kunnen ertoe leiden dat acquireurs geen vertrouwen hebben in een vergelijkbare acquisitie. Dit leidt tot het risico dat een potentievolle acquisitie niet serieus onderzocht wordt.

Resume – biases van de acquireur

Op basis van de analyse van de interviews met de acquireurs van EDGE, blijkt dat veel in de literatuur behandelde *biases* ook in de praktijk een rol spelen binnen het acquisitiebesluitvormingsproces. Dat EDGE hier niet uniek in is, wordt bevestigd door de analyse van de interviews met de overige projectontwikkelaars (zie ook paragraaf 6.5).

De aanwezigheid van *biases* komt met name doordat de acquireurs op basis van beperkte informatie aannames voor de toekomst moeten maken. Hierbij leunen zij veel op hun eigen (persoonlijke) ervaring en in minder mate op objectieve data. Daarnaast bestaat het risico dat deze aannames te optimistisch zijn, aangezien de projectontwikkelaar competitief wil zijn. Tenslotte spelen de *biases overconfidence* en *anchoring* – of doelredenering – een rol. Het risico van de aanwezigheid van bovengenoemde *biases*, is dat er investeringsvoorstellen aan het managementteam worden voorgesteld die gebaseerd zijn op foutieve aannames. Dit kan leiden tot het acquireren van projecten die niet voldoen aan het vooraf geprognostiseerde projectresultaat of zelfs verlieslatend zijn. De literatuur wijst hier specifiek naar het risico dat te veel – niet voldoende renderende – projecten worden geacquireerd (Lambert et al., 2012).

De volgende paragraaf gaat in welke *biases* er bij EDGE een rol spelen op het moment dat het managementteam het investeringsvoorstel beoordeelt en tot een besluit moet komen. Vervolgens omschrijft paragraaf 6.5 – op basis van een analyse van de overige ontwikkelaars en de literatuur – de mogelijkheden om het negatieve effect van *biases* binnen het acquisitiebesluitvormingsproces van EDGE te minimaliseren.

Op basis van de analyse van de literatuur en de interviews met de overige projectontwikkelaars, wordt in paragraaf 6.5 omschreven wat EDGE zou kunnen doen om de negatieve effecten uit te bannen.

6.4. Biases van de beslisser

Het acquisitiebesluitvormingsproces bestaat enerzijds uit de fase waarin de haalbaarheidsanalyse, het business plan en het investeringsvoorstel worden opgesteld. Anderzijds is er de fase waarin deze stukken door het managementteam of het investeringscomité worden beoordeeld en een besluit volgt. In navolging van paragraaf 6.4, wordt hierna op basis van drie interviews met leden van het Nederlandse management team van EDGE geanalyseerd welke *biases* in de besluitvormingsfase een rol spelen.

Ook hier is voorafgaand aan de interviews niet vermeld dat het onderzoek zich specifiek richtte op het effect van *bias* bij het besluitvormingsproces. Nadat de respondenten een algemene uiteenzetting hebben gegeven over hun werkwijze, is het effect van *bias* door de onderzoeker toegelicht en wordt ook gerefereerd aan de risico's die door de acquireurs zijn benoemd. Dezelfde type interviews zijn afgenomen bij de directieleden van de twee overige ontwikkelaars.

Overconfidence

De analyse van de interviews met de respondenten uit het managementteam leert dat er binnen EDGE bij het daadwerkelijke nemen van het acquisitiebesluit ruimte is voor *overconfidence*. Beslissers kunnen concluderen dat de uitgangspunten in het investeringsvoorstel niet ambitieus genoeg zijn, waarmee de succesvolle acquisitie in gevaar komt.

Ondanks het zorgvuldig onderbouwde investeringsvoorstel, bestaat het risico dat er wordt besloten om de bieding naar boven bij te stellen. De beslissers veronderstellen dan dat de verhoging van de koopsom wordt goedgemaakt door een verbetering van de (vaak al zeer ambitieuze) aannames die in de haalbaarheidsanalyse zijn opgenomen: *“Soms bestaat het gevaar dat het belang van een acquisitie dermate groot is voor de directie, of dat zij dermate graag willen terugkeren in een stad of regio, dat zij besluiten de door het acquisitieteam voorgestelde (en onderbouwde) bieding te verhogen. Zij gaan er op dat moment vanuit dat de business case deze verhoging van de kostenbasis aankan, zonder dat het geprognostiseerde resultaat wordt aangetast [DE]”*.

Naast het verhogen van de financiële bieding, kan *overconfidence* ook leiden tot het verhogen van opgenomen ambities. Dit is bijvoorbeeld het geval bij tenders. Dit is opvallend, aangezien de acquireurs aangeven bij tenders het ambitieniveau van de indiening maximaal op te rekken. Indien dit niveau door de beslissers nog verder wordt verhoogd, kan dit leiden tot een ingediend plan wat niet realiseerbaar is: *“Het is soms ook de rol van de directie om de bal vooruit te trappen en de ambities voor projecten in de toekomst zo ver mogelijk op te rekken. Dit kan bijvoorbeeld door te stellen dat alle toekomstige projecten een minimaal duurzaamheidscertificaat moeten halen, terwijl dit soms technisch bijna onmogelijk is. Door het dan toch op te laten nemen in de tenderindiening, kan dit ertoe leiden dat de tender wordt gewonnen op basis van voorwaarden die misschien niet realiseerbaar zijn. Aan de andere kant heeft het verleden geleerd dat er dan wel weer een mauw aan wordt gepast [DE]”*.

In navolging van de acquireurs, geven ook de leden van het management team van EDGE aan dat *overconfidence* met name in bepaalde perioden een rol speelt: *“In goede tijden met opgaande markten – tot ongeveer een jaar geleden – is er ruimte voor overconfidence in de besluitvorming. Toen was het overduidelijk. In de gremia waar de besluiten genomen moesten worden, werd regelmatig besloten om meer te bieden dan in het acquisitievoorstel werd onderbouwd. De focus is hier volledig op het binnenhalen van het project. Dit is in opgaande markten veel heftiger, ook omdat de concurrentie dan groter is. Als het wat minder gaat, wordt er ook heel extreem op de rem getrapt [DE]”*.

Optimism

De leden van het managementteam van EDGE geven aan dat er slecht beperkte mate sprake is van het effect van de *bias optimism* bij hun beoordelings- en besluitvormingsproces. Zij wijzen meer op het gevaar van *overconfidence* in deze fase.

Echter, de respondenten geven aan zich bewust te zijn van de grote vrijheden die acquisiteurs genieten bij het opstellen van de haalbaarheidsanalyse waardoor het overmatige *optimisme* van een acquisiteur de kleur van het investeringsvoorstel kan bepalen: *“Het is een open deur. Bij acquisities werken wij veel op basis van vertrouwen. Hierbij gebeurt veel op basis van interne expert meningen, waardoor de invloed van het betrokken individu hier toch nog wel heel groot is [DE]”*.

Bij de beoordeling van een investeringsvoorstel speelt voor de respondenten een rol welke acquisiteurs betrokken zijn en wat hun eventuele persoonlijke belangen bij de acquisitie zouden kunnen zijn: *“Bij de beoordeling van een investeringsvoorstel houd ik bewust rekening met wie het stuk heeft opgesteld. Daarnaast vind ik het van belang na te gaan onder welke druk een voorstel is opgesteld. Zijn we hierbij aan het doel redeneren om de deal te doen? [DE]”* en *“Bij de beoordeling van de investeringsvoorstellen is het van groot belang om altijd rekening te houden met een mogelijk achterliggend belang van degene die het stuk indient. Zo kan het zijn dat als een business unit onder druk staat en een acquisitie noodzakelijk is om in de huidige vorm te kunnen continueren, aannames in het investeringsvoorstel te agressief zijn. Door kennis te nemen van de bredere achtergrond, kan het investeringsvoorstel in de juiste context worden bekeken en wordt juist voorkomen dat een overoptimistisch investeringsvoorstel wordt goedgekeurd. Als directie dien je te waken voor doelredeneratie, zeker als het doel door persoonlijke drijfveren wordt gevoed”*.

In navolging daarop wordt gewezen op het optimistische karakter van een projectontwikkelaar, wat noodzakelijk is om tot acquisities over te kunnen gaan: *“Het is volstrekt duidelijk dat aannames bij acquisities vaak te optimistisch zijn. Echter, er zijn zoveel onzekerheden binnen projectontwikkeling. Aan de ene kant gaat het fout, aan de andere kant gaat het veel beter dan beoogd. Als wij niet de creativiteit hadden en hebben in de teams om een draai te geven aan bepaalde onvoorziene situaties, dan rekenen wij alles kapot. Dan wil je al je onzekerheden en kansen van tevoren vast hebben staan, alvorens je gaat bieden. Dan gaat er nooit meer een project worden geacquireerd [DE]”*.

Anchoring

Op basis van de analyse van de interviews met de leden van het managementteam kan er worden gesteld dat er binnen EDGE bij de besluitvormingsfase sprake kan zijn van de negatieve impact van *biases*. Hierbij wordt met name gewezen op het fenomeen *doelredeneren*.

Opvallend is dat de beslissers zich ervan bewust zijn dat de aannames in de haalbaarheidsanalyse tot stand zijn gekomen door een combinatie van *anchoring* en *doelredeneratie*. Doordat bij het bepalen van de te bieden koopsom rekening wordt gehouden met de indicatie zoals door de verkoper is afgegeven, wordt de haalbaarheidsanalyse zo ingericht dat ook de interne gestelde rendementen worden gehaald. Hierbij bestaat het gevaar dat de aannames worden gebaseerd op basis van doelredeneratie, waardoor achteraf blijkt dat de business case onhaalbaar is. *“Elk kwartaal wordt een lijstje gemaakt welke rentepercentages we zouden moeten gebruiken. Dit is gebaseerd op externe marktinformatie. Vervolgens wordt deze informatie structureel niet gebruikt in nieuwe acquisities. Als we dit wel hadden gedaan, dan hadden we de gestelde IRR-eisen waarschijnlijk niet gehaald gegeven de competitieve koopsom die we moesten bieden. Dit voorbeeld is inherent aan ons bedrijf. Gegeven het minimaal gevraagde rendement en de beoogde koopsom, worden de commerciële parameters aangepast. Het gegeven rendement is hier dus altijd leidend. Hier wordt naar toe geredeneerd, terwijl iedereen weet dat de aannames die daaraan ten grondslag liggen niet realistisch zijn [DE]”*.

Overigens wordt het effect van *anchoring* – of *doelredeneratie* – door de verschillende ontwikkelaars niet als een groot negatief risico gezien. Dit mede doordat zij zich beseffen dat dit speelt en er dus bewust rekening mee houden. *“Ja, er is op zich sprake van doelredeneratie. Maar ik vind dat wij professioneel genoeg zijn en er voldoende aan rekenen om kansen objectief te beschouwen. Dit gebeurt wel veel, maar in de tweede tranche wordt dit er wel uitgefilterd. Dan is vrij snel duidelijk dat dit gewoon niet uit kan [DE]”*.

The illusion of validity

Door de acquireurs van EDGE werd gesteld dat de *bias illusion of validity* met name een rol kan spelen bij de beoordeling van het investeringsvoorstel door de beslissers. Hierbij bestaat het risico dat de beslissers zich te veel focussen op beperkte informatie. Het gevaar dat deze *bias* een negatieve impact heeft op de acquisitiebesluitvorming, wordt in beperkte mate door de beslissers van EDGE bevestigd.

Er wordt gewezen op de standaardisering van de acquisitierapportages en het effect hiervan op de beoordeling: *“Doordat wij met gestandaardiseerde formats zijn gaan werken, zoals haalbaarheidsanalyses en business plannen, kan het gevaar ontstaan dat wordt veronderstelt dat de daarin opgenomen informatie klopt. Het is toch allemaal uitgezocht, dus het zal wel goed zijn. Ik merk het ook aan mijzelf, vooral bij zaken waarvan ik denk dat het minder noodzakelijk is dat ik mijn aandacht hieraan schenk omdat het wel goed zou zijn [DE]”*.

Ondanks dat met een gestandaardiseerde rapportage wordt gepoogd alle relevante informatie boven te krijgen, kan de hoeveelheid informatie er dus toe leiden dat door de beslissers een selectie wordt gemaakt van de parameters waar zij zich op richten. Hierbij wordt wel direct gewezen op de maatregelen die worden genomen om dit negatieve effect tegen te gaan: *“Aan de andere kant denk ik juist doordat we kwartaalrapportages hebben en wij elkaar constant kritisch ondervragen, er voorafgaand aan een acquisitie geen informatie onbelicht blijft die relevant is voor de uiteindelijke beslissing [DE]”*.

Illusory correlation, retrievability of instances, imaginability & ease of recall

De acquireurs binnen EDGE geven aan dat er bij de informatieverwerking ten behoeve van de aannames voor nieuwe acquisities veel ruimte is voor persoonlijke ervaringen uit het verleden of vergelijkingen met andere projecten. Hierbij bestaat het risico dat voorbij wordt gegaan aan het unieke karakter van ieder project of ieder tijdsgewricht.

Op basis van de analyse van de interviews met de beslissers binnen EDGE, kan worden bevestigd dat ook zij het risico herkennen dat bij de beoordeling van acquisities wordt geleund op irrelevante (persoonlijke) ervaringen uit het verleden. In de literatuur komt dit terug in onder meer de *biases illusory correlation, retrievability of instances, imaginability* en *ease or recall*.

Met betrekking tot de negatieve impact van onterechte vergelijkingen, wordt het volgende gesteld: *“Het gevaar bestaat dat als een project bij de beoordeling wordt vergeleken met een succesvol vergelijkbaar project dat recent is opgeleverd, dat eraan voorbij wordt gegaan dat het andere project in een volledige andere tijd is ontwikkeld. Hierdoor kan bij de beoordeling een roze bril ontstaan waarbij makkelijk voorbij wordt gegaan aan de unieke risico's van het voorliggende project. Positieve ervaringen worden te makkelijk geprojecteerd op toekomstige projecten. De risico's kunnen hierbij worden onderschat [DE]”*.

De analyse van de interviews leert dat bij de beoordeling en besluitvorming van nieuwe acquisities sterk wordt geleund op de persoonlijke (recente) ervaringen van de beslissers. Dit wordt echter niet direct als risico aangemerkt. *“Ik geloof niet dat er een groot risico schuilt in het maken van een (onterechte) analogie met een vergelijkbaar project. Volgens mij beoordelen wij projecten en acquisities op hun merites. De financiële analyse is hierbij de basis. Deze is voor ieder project uniek. Aan de andere kant, op het moment dat een vergelijkbaar project in het verleden heel succesvol is geweest zorgt de gedachte hieraan wel voor een glimlach. Onbewust ben je dan toch wat positiever over de kansen van het vergelijkbare project wat mogelijk wordt geacquireerd. Toch denk ik dat de besluitvorming hier uiteindelijk niet te veel door wordt beïnvloed. Per acquisitie worden de financiële paramaters opnieuw beoordeeld [DE]”*

Een ander risico is dat de directieleden bij hun beoordeling onbewust leunen op hun eigen referenties uit het verleden en in mindere mate op de aangeleverde informatie. Doordat ze verder van de projecten af staan, hebben ze minder gevoel bij de meest sensitieve aannames: *“Als iets uiteindelijk een goed project is geworden, is iedereen de negatieve kanten of de verkeerde aannames heel snel weer vergeten. Bij de beoordeling van het volgende project nemen ze deze negatieve ervaringen niet mee in hun beoordeling [DE]”* en *“Hierbij speelt ook een rol dat in het verleden de resultaten van projecten positief zijn geweest, terwijl er toen ook veel dingen fout zijn gegaan maar er dus minstens zo veel dingen goed zijn gegaan. Dit leidt ertoe dat er wordt geaccepteerd dat er bewust te ambitieuze aannames in acquisitievoorstellen staan. Je weet tenslotte niet hoe deze onzekerheden zich in de toekomst ontwikkelen. Zolang je maar slim genoeg contracten maakt dat wanneer er financiële meerwaarde ontstaat, deze ons toekomt [DE]”*.

Tenslotte wordt gewezen op de dominante invloed van de oprichters van de verschillende organisaties. Op het moment dat zij een zeer sterke persoonlijke voorkeur hebben om een acquisitie te doen – bijvoorbeeld doordat zij terug willen keren in een bepaalde stad of regio – dan kan dit de besluitvorming beïnvloeden. Dit komt nadrukkelijk terug in de interviews. *“Het risico bestaat dat er sentiment om een project ontstaat waardoor het koste wat het kost geacquireerd moet worden. Bijvoorbeeld omdat de CEO wil terugkeren in een bepaalde stad. Hierbij is het risico dat voor een te hoge prijs een project wordt geacquireerd [DE]”, “Het persoonlijk sentiment van beslissers heeft soms heel veel invloed op de besluitvorming. Dat weet ik zeker [DE]”* en *“Het is wel zo, er is gewoon één persoon die bepaalt [DE]”*.

Resume – biases van de beslisser

Op basis van de analyse van de interviews met de beslissers van EDGE, blijkt dat *biases* ook in de praktijk een rol spelen bij het proces waarin de besluiten daadwerkelijk worden genomen. Dat EDGE hier niet uniek in is, wordt bevestigd door de analyse van de interviews met de overige projectontwikkelaars. Daarnaast blijkt dat de beslissers zich beseffen dat de informatie zoals opgenomen in de haalbaarheidsanalyse en het business plan mogelijk is opgesteld op basis van overmatige *optimisme* bij de acquireur. Ditzelfde geldt voor de impact van *anchoring* of doelredentatie. Hierdoor neemt de beslisser hier een kritische houding aan ten opzichte van de te beoordelen documentatie.

Daarnaast kan er een negatief effect voortkomen uit het gegeven dat een beslisser zich slechts op een beperkt gedeelte van de gepresenteerde informatie focust. Tenslotte blijken beslissers – net als de acquireurs – beoordelingen en besluiten te nemen die worden gekleurd op basis van persoonlijke ervaringen. Hierdoor ontstaat het risico dat ten onrechte persoonlijke ervaringen worden betrokken bij de beoordeling of een acquisitie wel of niet gedaan moet worden. Tenslotte wordt gewezen op de persoonlijke invloed van dominante directieleden. Deze invloed kan ertoe leiden dat het sentiment rondom een acquisitie wordt gekleurd, waardoor er niet meer objectief wordt beoordeeld.

Bovengenoemde risico's verbonden aan het acquisitiebesluitvormingsproces kunnen leiden tot het acquireren van projecten die niet voldoen aan het vooraf geprognoseerde projectresultaat of zelfs verlieslatend zijn. Op basis van de analyse van het acquisitiebesluitvormingsproces binnen EDGE, de relevante literatuur en de interviews met de overige projectontwikkelaars, wordt in paragraaf 6.5 omschreven wat EDGE zou kunnen doen om de negatieve effecten van *biases* in de praktijk te minimaliseren.

6.5. Reduceren van *biases*

In deze paragraaf zal op basis van de analyse van de interviews met de acquireurs en beslissers van alle drie de ontwikkelaars worden bekeken op welke wijze het acquisitiebesluitvormingsproces ingericht moet worden om de negatieve gevolgen van *biases* te minimaliseren. Dit ziet toe op zowel op de fase waarin het investeringsvoorstel wordt voorbereid als op de fase waarin het besluit daadwerkelijk wordt genomen.

Hierbij zal de link worden gelegd met de relevante literatuur, zoals in Hoofdstuk 3 en 4 is behandeld. Nadat een algemene omschrijving is gegeven van de *bias*-reducerende maatregelen in de praktijk, gaat paragraaf 6.6 in op maatregelen die de negatieve effecten van de geconstateerde *biases* in het acquisitiebesluitvormingsproces van EDGE specifiek kunnen mitigeren.

Beknopte theorie

De analyse van de relevante literatuur zoals omschreven in Hoofdstuk 3 en 4, leert dat de negatieve effecten van *biases* op meerdere manieren kunnen worden geminimaliseerd. Het begint ermee dat de betrokken personen op de hoogte zijn van de aanwezigheid van de *biases* (*unfreeze*). Vervolgens kunnen er maatregelen worden genomen om de negatieve effecten hiervan tegen te gaan (*change*), welke tenslotte een vast onderdeel moeten worden van het acquisitiebesluitvormingsproces (*re-freeze*) (Bazerman & Moore, 2013).

Om de kans op het nemen van succesvolle maatregelen zo groot mogelijk te maken, dienen de voorgestelde maatregelen simpel te zijn. Zodra ze te ingewikkeld zijn, zullen ze niet structureel worden gebruikt. Daarnaast zijn maatregelen vaak efficiënter op het moment dat de betrokken personen deze als groep aangeleerd krijgen. Hierbij is het van belang dat zij de nieuwe maatregelen aanleren op basis van specifieke casussen in plaats van hoogst theoretische situaties (Larrick, 2014).

Inhoudelijk zijn er afhankelijk van het type *bias* meerdere efficiënte maatregelen mogelijk. Grofweg kunnen *bias*-reducerende maatregelen in drie groepen worden ingedeeld. Ten eerste kunnen risico's worden verkleind door aannames en besluiten goed te motiveren. Daarnaast kunnen er cognitieve strategieën worden toegepast, zoals trainingen om *biases* te herkennen. Ten derde kan er gebruik worden gemaakt van externe technieken, zoals externe analyses van de voorgenomen besluiten (Sol et al., 2013; Larrick, 2014).

Analyse van praktijk

Op basis van de analyse van de interviews met zowel de acquireurs als met de beslissers van de drie projectontwikkelaars, kan worden gesteld dat de betrokken individuen op de hoogte zijn van het bestaan van *biases* in het acquisitiebesluitvormingsproces. Zij beseffen dat hier negatieve gevolgen uit voort kunnen komen, echter – er wordt niet altijd naar gehandeld om dit te voorkomen: *“Er wordt bij de uiteindelijke acquisitiebesluitvorming niet bewust stil gestaan bij de rol van biases. Het is niet zo dat het een onderdeel is van het business plan waarin de biases worden benoemd en een vastgesteld aantal checks is opgenomen waar de acquisitie op getest moet worden [DE]”*.

Hierna worden *bias*-reducerende maatregelen besproken die de ontwikkelaars reeds in hun besluitvormingsproces hebben opgenomen. Deze worden aangevuld met mogelijke aanvullende maatregelen voortkomend uit de analyse van de relevante literatuur. Voor alle maatregelen geldt dat het begint met het bewustzijn van de aanwezigheid van de *bias* en het onderkennen van de daaraan verbonden risico's (Larrick, 2014).

Overconfidence

Overconfidence speelt in de praktijk met name een rol in de besluitvormingsfase en is in mindere mate aanwezig bij het opstellen van de acquisitiedocumentatie. Daarbij wordt het effect van deze *bias* versterkt in opgaande markten of in periodes dat er druk ontstaat om te acquireren.

Ontwikkelaar 2 wijst hierbij op het belang van een *platte* organisatie waarbij alle betrokken personen een gelijke langjarige financiële prikkel hebben: *“Alle belangrijke besluiten worden op basis van gelijkheid in het partneroverleg besproken en genomen. Alle deelnemers aan het partneroverleg zijn aandeelhouder van het bedrijf, waardoor er maar in beperkte mate ruimte is voor overconfidence. Verkeerde investeringsbeslissingen raken tenslotte de partners uiteindelijk in hun portemonnee [DO2]”*.

In het verlengde hiervan wordt in de literatuur verwezen naar het mogelijke positieve effect door medewerkers financieel te stimuleren op het moment dat het project tot een succes leidt. Door de medewerkers mee te laten delen in de toekomstige projectresultaten, is de verwachting dat er minder ruimte ontstaat voor de negatieve gevolgen voortkomend uit *overconfidence* of overmatig *optimisme* gedurende de verschillende fases van het acquisitiebesluitvormingsproces (Larrick, 2014; Soll et al., 2013).

Bij Ontwikkelaar 2 is dit door de opzet van het bedrijf per definitie het geval. Binnen EDGE wordt het introduceren van een dergelijke financiële prikkel als een mogelijke positieve maatregel gezien, met de kanttekening dat het niet enkel bij theorie dient te blijven: *“Het zou kunnen helpen om de vraag te stellen of je ook tot deze optimistische aannames of overmoedige beslissing zou komen op het moment dat je met je eigen geld gaat investeren. Anderzijds heeft het theoretische karakter van deze vraag ook weer het effect dat het misschien niet voldoende tot de kritische blik leidt die je hoopt toe bereiken [AE]”*.

Daarnaast wordt door de projectontwikkelaars gewezen op het belang van voldoende diverse besluitvormingsorganen. Acquisitiebesluiten worden genomen door een investeringscomité (bij twee van de drie ontwikkelaars) of door een partnergroep (Ontwikkelaar 2). In deze beslisorganen zitten vertegenwoordigers van meerde disciplines van het bedrijf, waardoor een acquisitievoorstel vanuit meerdere hoeken wordt beoordeeld en becommentarieerd. Dit dient ertoe te leiden dat het mogelijke effect van *overconfidence* bij een beslisser wordt geneutraliseerd. *“Een te homogene samenstelling van het investeringscomité kan ertoe leiden dat beslissers kuddedgedrag gaan vertonen. Dit is een risico. Dit wordt gemitigeerd door de balans in de groep besluitvormers goed te hebben. Deze dient divers genoeg te zijn om de voorstellen te rationaliseren en persoonlijke voorkeuren te neutraliseren [DE]”*. In aanvulling daarop wordt gesteld: *“De samenstelling van de IC, met meerder disciplines, zorgt voor het borgen van de kwaliteit van de besluiten [DO1]”*. Dit effect wordt in de literatuur onderkend (Russo & Schoemaker, 1992).

Om de negatieve effecten van *overconfidence* (en *optimism*) in de acquisitiebesluitvorming tegen te gaan, valt het aan te raden om een beloningssysteem te introduceren waardoor medewerkers van projectontwikkelaars meedelen in de uiteindelijke projectresultaten. Daarnaast is het cruciaal belang dat meerdere disciplines binnen de organisatie in het besluitorgaan zijn vertegenwoordigd, zodat wordt voorkomen dat hier een homogene groep ontstaat.

Optimism

Optimism is met name een risico in de fase waarin acquireurs op basis van zeer beperkt beschikbare informatie toekomstige aannames moeten doen om de haalbaarheidsanalyse op te kunnen stellen. Het risico is dat op basis hiervan wordt besloten om een project te acquireren, terwijl de aannames vervolgens onhaalbaar blijken te zijn en het project niet het minimaal geëiste rendement kan behalen.

In de praktijk trachten alle drie de projectontwikkelaars het negatieve effect van *optimism* te minimaliseren door gebruik te maken van scenarioanalyses. Dit biedt inzicht in het effect op het projectresultaat op het moment dat de belangrijkste commerciële parameters wijzigen. Hierdoor ontstaat inzicht wat het projectresultaat is op basis van minder optimistische aannames.

Hierbij valt op dat de mate waarin deze analyses worden gebruikt, per ontwikkelaar verschillen. Met name bij Ontwikkelaar 2 maken zeer uitgebreide scenarioanalyses een groot onderdeel uit van het besluitvormingsproces: *“Daarbij maken wij gebruik van veel gevoeligheidsanalyses. Dit doen wij op alle mogelijke variabelen, bouwkostenontwikkeling, huurkostenontwikkeling, rendementsontwikkeling, bouw tijden, etc. Voel jij je comfortabel bij een marktafkoeling? Is er dan nog voldoende marge? Dat soort checks en balances zijn een essentieel onderdeel van onze besluitvorming en deze bereiden wij uitgebreid voor [DO2]”*.

Bij EDGE en Ontwikkelaar 1 lijkt het alsof sensitiviteits- of scenario analyses minder uitgebreid worden uitgevoerd en ook een kleinere rol spelen in vergelijking met Ontwikkelaar 2: *“Wij maken vervolgens drie scenario’s: een scenario binnen het bestemmingsplan op basis van ‘as-is-where-is’, het scenario waarvan ik denk dat die het gaat worden en een ‘blue-sky’-scenario’ [AO1]”* en *“In onze haalbaarheidsanalyse hanteren wij standaard een scenarioanalyse waarbij wij een worst-case, base-case en performance-case scenario presenteren [AE]”*. Daarbij lijkt het belang van de scenarioanalyses binnen EDGE nog toe te kunnen nemen: *“Op het moment dat ik deze analyses niet toevoeg, wordt er ook niks mee gedaan. De kans is zelfs groot dat er dan niet om wordt gevraagd [AE]”*.

In aanvulling op de scenarioanalyses wijst de literatuur op de ‘*premortum*’-analyse. De personen die bij de acquisitie betrokken zijn krijgen hierbij voorafgaand aan het acquisitiebesluit de vraag wat de belangrijkste reden zal zijn dat de acquisitie niet tot een succesvol project zal leiden. Dit dient ertoe te leiden dat wordt stilgestaan bij de belangrijkste toekomstige risico’s. Door hier actief kennis van te nemen, wordt bewustzijn van alternatieve scenario’s gecreëerd en dat dient te leiden tot een verbetering van het acquisitiebesluitvormingsproces.

Specifiek de ‘*premortum*’-analyse wordt door de ontwikkelaars als te theoretisch beschouwd: *“Het idee van een dergelijke maatregel – het overwegen van de tegenargumenten – is zeker waardevol. Echter, op deze manier is het iets te vrijblijvend en meer een gimmick [AE]”*. In de literatuur wordt de kans op succes van maatregelen die onvoldoende concreet zijn, eveneens laag ingeschat (Larrick, 2014).

De negatieve effecten van *optimism* in het acquisitiebesluitvormingsproces kunnen worden tegengegaan door voldoende waarde te hechten aan uitgebreide scenarioanalyses. Hiermee worden ook de scenario’s getoond die zijn gestoeld op meer realistische aannames. Op het moment dat de geprognosticeerde resultaten daar voldoende zijn, helpt dit om een weloverwogen keuze te maken. Daarbij dient ervoor te worden gewaakt dat er te theoretische maatregelen worden voorgesteld. Deze zijn vaak onvoldoende effectief.

Anchoring

Anchoring leidt ertoe dat de eerste informatie die een projectontwikkelaar over een mogelijke acquisitie heeft ontvangen – bijvoorbeeld de indicatieve koopprijs – een dominante rol speelt in de rest van het besluitvormingsproces. Door middel van doelredenering kunnen aannames worden gedaan die aansluiten bij de indicatieve koopprijs, terwijl deze aannames anders waren geweest als de indicatieve koopprijs onbekend was.

Ondanks dat alle ontwikkelaars aangeven dat zij gevoelig zijn voor *anchoring* en de daarmee samenhangende *doelredenering*, kunnen er maatregelen genomen worden om de negatieve effecten tegen te gaan. *“Als je een richtprijs meekrijgt, ga toch eerst doelredeneren: kunnen wij het project voor die prijs krijgen? De richtprijs is toch een trigger om je te stretchen om net iets verder te gaan dan de business case toelaat. De richtprijs doet dus 100% wat met je en met de prijs die je biedt. In dit geval is het van belang jezelf te dwingen dezelfde analyse te maken die je zou hebben opgesteld als je deze prijs niet wist. Vaak wordt er bij ons dan door een collega nog een schaduwberekening gemaakt, waarna de verschillen worden besproken [DO2]”*.

Daarnaast wordt verwezen naar het belang om de casus te bespreken met iemand van buiten de organisatie die daardoor verder van de materie staat. *“De belangrijkste uitgangspunten bespreken met buitenstaanders van de organisatie, waar bijvoorbeeld eerder een investering of ontwikkeling mee is gedaan, kan erg waardevol zijn. Uitzoomen, de situatie voorleggen en vragen wat diegene ervan vindt [DO1]”*. Dit wordt bevestigd door Ontwikkelaar 2: *“Bij de ontwikkelingen die wij hebben gedaan, hebben wij altijd een kapitaalpartner gehad. Je hebt dan niet alleen je eigen partnergroep te overtuigen van de kwaliteit van de acquisitie, maar ook de externe partner. Je hebt dus feitelijk nog een keer een kritische stem die je bevroegd. Het objectief kunnen uitleggen en onderbouwen van je assumpties is hiervoor extreem belangrijk. Hierbij kom je niet weg met een business case die is gebaseerd op doelredenering of van een veel te hoge aankoopprijs uitgaat [DO2]”*.

De negatieve effecten van *anchoring* – én doelredentatie – kunnen worden gemitigeerd door in het acquisitiebesluitvormingsproces standaard een controle van een derde partij in te voeren. Dit kan bijvoorbeeld een financier, commercieel adviseur of potentiële eindbelegger zijn. In de literatuur wordt een dergelijke externe check onderschreven als een maatregel die de kwaliteit van de besluitvorming ten goede komt (Larrick, 2014).

The illusion of validity

The illusion of validity kan ertoe leiden dat bij acquisitiebesluitvorming te veel focus op een bepaald gedeelte van de beschikbare informatie wordt gelegd. Hierdoor ontstaat het risico dat overige relevante informatie niet in de beoordeling wordt meegenomen. Dit kan voorkomen indien er te uitgebreide rapportages aan een acquisitiebesluit voorafgaan, waardoor bij de beoordeling slechts wordt gefocust op de onderdelen waar de beslisser zich mee kan identificeren.

Alle drie de ontwikkelaars geven aan dat zij meerwaarde zien in een gestructureerd besluitvormingsproces met daarin standaard aan te leveren documentatie. Dit geldt ook voor Ontwikkelaar 2, die op dit moment als enige ontwikkelaar geen gestandaardiseerd documentatieformat heeft: *“Ik geloof er zeker in dat als je het acquisitieproces meer gestructureerd organiseert, dit de kwaliteit van het proces kan verbeteren. Vooraf dien je dan te bepalen welke documenten en analyses standaard benodigd zijn. Op basis hiervan kan je dan ook vaststellen dat je bepaalde informatie niet hebt. Dit helpt ook om achteraf te bepalen op welke wijze een project afwijkt van het business plan. Meer documentatie kan dus goed zijn, maar dit moet niet ten koste gaan van de discussie die aan tafel wordt gevoerd [AO2]”*.

Daarbij wordt erop gewezen dat de standaarddocumentatie niet te uitgebreid dient te zijn, omdat hierdoor mogelijk de aandacht wordt afgeleid van de belangrijkste kernpunten. *“Ik geloof niet in te lijvige documentatie. Indien het op het bierviltje niet werkt, dan gaat het veel ingewikkelder of op basis van meer documentatie ook niet lukken. De basis dient logisch te zijn en eenvoudig uit te leggen. Als het project niet simpel kan worden toegelicht, ben ik sceptisch [DE]”*.

Daarnaast wordt gewezen op de waarde van informeel overleg tussen het acquisitieteam en het de beslissers. Door consequent de belangrijkste aannames met elkaar te bespreken, leidt dit tot een breed gedragen investeringsvoorstel. Daarbij helpt het om de achtergrond van deze aannames in het business plan te motiveren. *“Degene die de analyse opstelt, heeft toch dusdanig veel vrijheden om de acquisitie te beïnvloeden – dit is overigens niet negatief bedoeld. Op onderdelen zitten hier constant tussenstappen in, door informeel de aannames met elkaar af te stemmen. Daarnaast dwingt het opstellen van een business plan de acquireurs ertoe de belangrijkste commerciële parameters te onderbouwen [DE]”*. Ten opzichte van de literatuur, gaan de onderzochte ontwikkelaars in de praktijk nog een stap verder in hun motivatie door naast de haalbaarheidsanalyse ook een business plan op te stellen (Nozeman & Fokkema, 2008).

De negatieve effecten van *the illusion of validity* kunnen worden gemitigeerd door beperkte standaard acquisitiedocumentatie te introduceren. Dit biedt de mogelijkheid om acquisities eenvoudig met elkaar te vergelijken. Tevens kan achteraf worden bepaald hoe een ontwikkeling zich heeft ontplooid ten opzichte van het business plan. Daarbij dient te worden gewaakt voor té uitgebreide documentatie. Een beknopt voorblad met daarop de belangrijkste uitgangspunten van de acquisitie kan daarbij dienen als de spreekwoordelijke achterkant van het bierviltje. Daarnaast valt aan te raden om tijdens het wekelijks commercieel- of acquisitieoverleg een update te geven van de haalbaarheidsanalyse, zodat de beslissers en het acquisitieteam constant in dialoog blijven.

Illusory correlation, retrievability of instances, imaginability & ease of recall

De laatste categorie *bias* hangt samen met de wijze waarop projectontwikkelaars de informatie vergaren die vervolgens de basis vormt van het uiteindelijke acquisitiebesluit. Doordat informatie in deze fase vaak beperkt beschikbaar is en ontwikkelaars toekomstige aannames moeten maken, bestaat het risico dan ten onrechte wordt aangesloten bij persoonlijke ervaringen met vergelijkbare projecten uit het verleden. Ook externe adviesrapporten zijn vaak op informatie uit het verleden gebaseerd, terwijl een blik op de toekomst van de projectontwikkelaar wordt gevraagd.

Een analyse van de interviews toont dat alle ontwikkelaars bij het maken van de aannames voor een nieuwe acquisitie in hoge mate leunen op de (recente) eigen ervaringen en in mindere mate op externe data. Daarbij is opvallend dat Ontwikkelaar 2 een database heeft opgebouwd met daarbij eigen informatie van projecten uit het verleden. *“Het overgrote deel van de aannames in onze business cases hebben we gestoeld op beschikbare data. Wij hebben inmiddels zelf na negen jaar een gigantische database opgebouwd met de informatie uit voorgaande projecten. Dit ziet toe op transacties, huren, bouwkosten, noem maar op. Wij houden dit actief bij en dit helpt ons om onze eigen ervaringen bij nieuwe acquisities te objectiveren. Voorafgaand aan elke acquisitie vullen wij dit aan met actuele marktdata. Per kwartaal krijgen we alles binnen. Dit kopen wij continue in. Elke assumptie moet keihard onderbouwd kunnen worden. No bullshit. Als we de belangrijkste parameters niet voldoende kunnen onderbouwen, dan voelt de acquisitie niet goed genoeg en besluiten we om het niet te doen [DO2]”.*

In aanvulling op de eigen (geobjectiveerde) ervaringen, wordt eveneens waarde gehecht aan informatie afkomstig van externe adviseurs. Alhoewel dit door alle ontwikkelaars wordt gebruikt ter onderbouwing van de aannames in de haalbaarheidsanalyse, dient te worden vermeld dat een adviseur wordt betaald door de projectontwikkelaar en daarom mogelijk niet volledig objectief is bij het opstellen van de data. *“Als je heel pessimistisch bent, dan zou je een rapport van een adviseur kunnen beschouwen als een rapport dat je zelf hebt opgesteld, maar met het logo van de adviseur erop. Het kan gevaarlijk zijn om in acquisities blind op adviseurs af te gaan [AO1]”.*

In aanvulling op het gebruiken van geobjectiveerde ervaringen en rapporten van externe adviseurs, valt aan te raden om naast het acquisitieteam een extra intern team aan te stellen dat de belangrijkste uitgangspunten van de haalbaarheidsanalyse beoordeelt. *“Eigenlijk wil je een extra check hebben – een soort third opinion – van iemand die zich niet laat beïnvloeden door de personen die aan de acquisitie werken. Al is het maar om de tien belangrijkste aannames te beoordelen en eventueel te bediscussiëren. Om dit zoveel mogelijk onafhankelijk te doen, kom je uit bij een soort intern schaduw-acquisitie-team [AO1]”.*

Tenslotte wordt door alle ontwikkelaars consequent gewezen op de noodzaak om de belangrijkste aannames en besluiten te blijven motiveren. Het stimuleren om een besluit te motiveren of hier verantwoording over af te leggen, wordt ook in de literatuur aangehaald als een belangrijk middel om het negatieve effect van *bias* te reduceren. In de praktijk gebeurt dit enerzijds doordat de aannames in de haalbaarheidsanalyse worden toegelicht in het business plan. Het valt aan te raden om ook vast te leggen waarom een directielid instemt met een investeringsvoorstel. Hiermee worden de directieleden gestimuleerd op verantwoording af te leggen waarom zij tot een bepaalde keuze zijn gekomen. Dit helpt mogelijk bij het rationaliseren en objectiveren van hun keuzes (Larrick, 2014; Sol et al., 2013).

De negatieve effecten van de *biases* die samenhangen met de wijze waarop projectontwikkelaars in de acquisitiebesluitvormingsfase informatie voor hun aannames vergaren, kunnen worden gemitigeerd door eigen ervaringen uit het verleden te objectiveren. Bijvoorbeeld door het aanbrengen van een database. Daarnaast doen ontwikkelaars er goed aan de belangrijkste uitgangspunten eveneens te laten onderbouwen door externe adviseurs én door een intern schaduwteam. Dit ter verzekering van de objectiviteit van de informatie. Tenslotte zou een motivatieplicht voor bestuurders – naast de motivatieplicht van de acquireurs in het business plan – een mogelijk positief effect hebben op kwaliteit van de acquisitiebesluitvorming (Larrick, 2014).

6.6. Aanbevelingen EDGE

Op basis van de analyses van de relevante literatuur, de interviews met de medewerkers, de directieleden en de Raad van Advies van EDGE en de interviews met de overige ontwikkelaars, is een beeld ontstaan van de *biases* die het acquisitiebesluitvormingsproces van EDGE aantasten. Daarnaast is omschreven welke maatregelen genomen kunnen worden om de negatieve effecten hiervan te minimaliseren. Alles begint bij bewustzijn van de aanwezigheid van *biases*. Om effectief te zijn, dienen deze maatregelen daarnaast snel, sociaal en domein specifiek zijn (Larrick, 2014).

Het bovenstaande heeft geleid tot een aantal concrete aanbevelingen op basis waarvan EDGE haar acquisitiebesluitvormingsproces zou kunnen aanpassen, om de kans te vergroten dat bij toekomstige acquisities de negatieve impact van de geconstateerde *biases* wordt voorkomen. Dit dient te leiden tot een kwalitatief beter acquisitiebesluitvormingsproces. De aanbevelingen worden hierna besproken.

Aanbeveling 1 – *Skin in the game*

De negatieve effecten van onder meer *optimism* en *overconfidence* kunnen mogelijk worden geminimaliseerd door alle personen binnen EDGE die bij het acquisitiebesluitvormingsproces betrokken zijn, financieel onderdeel te maken van het uiteindelijke projectresultaat.

Het vergroten van de financiële verantwoordelijkheid en betrokkenheid kan helpen te voorkomen dat een acquireur – die enkel wordt afgerekend op het acquireren en niet op het uiteindelijke verloop van het project – te optimistische aannames in de haalbaarheidsanalyse opneemt. Daarnaast kan het helpen om beslissers meer objectieve en rationele investeringsbeslissingen te laten nemen, zonder de mogelijke negatieve impact van *overconfidence*.

Door bij iedere betrokken werknemer standaard 5% van zijn bruto jaarsalaris te reserveren voor participaties in nieuwe projecten, kan eenvoudig worden geborgd dat de belangen van de acquireurs, de beslissers en het bedrijf op elkaar worden afgestemd. De verwachting is dat dit een positief gevolg zal hebben op de kwaliteit van EDGE haar acquisitiebesluitvormingsproces.

Aanbeveling 2 – *Second & third opinion*

De negatieve effecten van *optimism*, *anchoring* en *doelredentatie* kunnen mogelijk worden geminimaliseerd door in het besluitvormingsacquisitieproces op te nemen dat de belangrijkste aannames zowel onderbouwd moeten worden door externe adviseurs als door een intern schaduwacquisitieteam.

Een externe adviseur wordt door EDGE betaald, waardoor het gevaar kan bestaan dat zijn rapportage niet objectief is. Desalniettemin is het waardevol om toekomstige aannames op basis van eigen ervaring te onderbouwen met rapportages van externe adviseurs. In aanvulling daarop wordt aanbevolen om gebruik te maken van een intern – *objectief* – schaduwacquisitieteam.

Door als voorwaarde te stellen dat het schaduwacquisitieteam voorafgaand aan het indienen van het investeringsvoorstel dient af te tekenen op de haalbaarheidsanalyse en het business plan, wordt gezekerd dat er een dialoog tussen het acquisitieteam en het schaduwacquisitieteam ontstaat over de belangrijkste aannames. Deze *third opinion* – naast de aannames op basis van de ervaring van het acquisitieteam én de input van de externe adviseurs – kan worden gezien als een extra *objectieve* controle van de belangrijkste aannames.

Aanbeveling 3 – Retroperspectief

De negatieve effecten voortkomend uit de *biases* die samenhangen met de wijze waarop medewerkers van EDGE informatie vergaren teneinde de haalbaarheidsanalyse in te vullen – *illusory correlation, retrievability of instances, imaginability en ease of recall* – kunnen mogelijk worden geminimaliseerd door een actuele database bij te houden. Hierin worden van voorgaande projecten per onderdeel de aannames uit de haalbaarheidsanalyses en business cases vergeleken met de uiteindelijke uitkomst na oplevering.

Het negatieve effect van deze *biases* komt voort doordat projectontwikkelaars zich soms onterecht baseren op hun eigen (persoonlijke) ervaringen of op vergelijkingen met andere projecten. Het aanleggen van een database zorgt ervoor dat deze ervaringen geobjectiveerd kunnen worden en vervolgens op de juiste wijze bij nieuwe acquisities gebruikt kunnen worden.

Ter indicatie: indien door analyses van recent opgeleverde projecten blijkt dat consequent de vooraf ingeschatte bouwtijd 20% afwijkt van de uiteindelijke bouwtijd, kan je deze geobjectiveerde ervaring – in combinatie met extern advies én de interne *third opinion* – worden gebruikt bij het aannemen van de bouwtijd van een nieuwe acquisitie. Door het opstellen en raadplegen van de database, kunnen discussies worden gevoerd op basis van geobjectiveerde data uit het verleden. Zeker in de situatie waarbij dominante acquireurs niet betrokken zijn bij de realisatie van de projecten, helpt het raadplegen van deze objectieve data om de negatieve impact van het (onterecht) leunen op persoonlijke ervaringen te minimaliseren.

Het opstellen van een dergelijke database dient een vast onderdeel te worden van het evaluatieproces van projecten. Voor de acquisitiebesluitvormingsfase is het tenslotte pas een efficiënt middel op het moment dat het accurate informatie bevat. Vervolgens dient in het gestandaardiseerde business plan een onderdeel op te worden genomen waar het acquisitieteam moet motiveren op welke wijze zij hun aannames hebben getoetst aan de informatie uit de database.

Aanbeveling 4 – Beknopte gestandaardiseerde acquisitiedocumentatie

De negatieve effecten voortkomend uit de *bias illusion of validity* kunnen mogelijk worden geminimaliseerd door kritisch te kijken naar de standaard acquisitiedocumentatie die ten grondslag ligt aan een investeringsbesluit.

Op dit moment is het niet volledig duidelijk is welke gestandaardiseerde documenten aangeleverd dienen te worden. Hierdoor ontstaat het risico dat er – om volledig te zijn – te veel documentatie wordt aangeleverd. De grote hoeveelheid documenten kan ertoe leiden dat dit de besluitvormers afleidt van de daadwerkelijke kern van de informatie. Hierdoor ontstaat het risico dat eventuele discussies zich niet richten op de meest vitale onderdelen van de haalbaarheidsanalyse.

Om dit te voorkomen, dient er een vooraf een beknopte set aan standaard documenten te worden vastgesteld die ten grondslag dienen te liggen aan het investeringsvoorstel. Op het voorblad dient de voorgenomen acquisitie daarbij in maximaal 200 woorden puntig te worden toegelicht. Dit geldt als de gestandaardiseerde variant van de achterkant van een bierviltje, waar de hoofdlijnen van de deal worden duidelijk gemaakt. Hiermee wordt voorkomen dat door een overvloed aan documentatie niet tot de kern van het voorliggende acquisitievoorstel wordt gekomen.

Aanbeveling 5 – Scenarioanalyses

Tenslotte wordt gewezen op het belang van uitgebreide scenario- en sensitiviteitsanalyses. Medewerkers van EDGE moeten constant aannames voor de toekomst maken, welke worden beïnvloed door *optimism, anchoring, doelredening en ervaringen uit het verleden*. Daarbij speelt mee dat projecten lang duren en je als ontwikkelaar op veel externe factoren geen invloed hebt. Alvorens te beoordelen of je comfortabel bent bij een mogelijke acquisitie, is het van groot belang inzicht te hebben in de mogelijke varianten hoe een ontwikkelingen kan verlopen. Uitgebreide scenario- en sensitiviteitsanalyses zijn hierbij cruciaal.

Het valt aan te raden om een groter gedeelte van de business case te richten op de scenario- en sensitiviteitsanalyses. Hiermee kunnen ook de scenario's worden beoordeeld waarbij de aannames niet te optimistisch zijn of er geen sprake is van doelredening. Op het moment dat een ontwikkelaar ook comfortabel is met het projectresultaat dat ontstaat in een negatiever (of minder optimistisch) scenario, dan kan dit helpen om de het acquisitiebesluit beter te motiveren.

Concreet zou het acquisitiebesluitvormingsproces verder verbeterd kunnen worden door in de haalbaarheidsanalyse en in het business plan standaard scenarioanalyses te verwerken die de sensitiviteit aangeven van de wijzigingen van de meest belangrijke aannames (huur, rendement, bouwkosten, bouwtijd, rentelasten, grondkosten, incentives, huurgaranties). Dit kan leiden tot een beter gemotiveerde investeringsbeslissing.

Aanbeveling 6 – Wat niet te doen

In aanvulling op bovenstaande aanbevelingen, kan ook worden omschreven welke maatregelen waarschijnlijk minder geschikt zijn om het acquisitiebesluitvormingsproces binnen EDGE te verbeteren.

Dit kan worden teruggebracht tot maatregelen die te theoretisch of bureaucratisch zijn. Hierbij kan worden gedacht aan het toevoegen van een extra beslisorgaan, wat ten koste kan gaan van het ondernemende karakter van de ontwikkelaar. Hetzelfde geldt voor de *'premortum'*-techniek, waarbij vooraf wordt gevraagd wat uiteindelijk de reden zou zijn dat deze acquisitie over drie jaar tot een mislukking heeft geleid. Dit wordt als te theoretisch gezien.

De overige *bias*-reducerende maatregelen – zoals genoemd in onder meer paragraaf 3.4 en paragraaf 6.6 – zijn bij de aanbevelingen voor EDGE buiten beschouwing gelaten. Dit komt doordat deze maatregelen in zekere zin al in het acquisitiebesluitvormingsproces van EDGE waren geïntegreerd. Denk hierbij aan de verscheidenheid van de beslisorganen of het aannemen van een standpunt van een buitenstaander. Dit laatste is geregeld door de rol van de externe aandeelhouder in het investeringscomité.

6.7. Conclusie

In hoofdstuk 6 is geanalyseerd welke *biases* er een rol spelen in het acquisitiebesluitvormingsproces van EDGE. Aan de hand van de relevante literatuur en de interviews met de andere projectontwikkelaars, is vervolgens omschreven welke maatregelen er in de praktijk genomen kunnen worden om de negatieve effecten van *biases* te voorkomen. Met als doel het acquisitiebesluitvormingsproces van EDGE kwalitatief te verbeteren, heeft deze analyse er vervolgens toe geleid dat er vijf aanbevelingen zijn gegeven op basis waarvan EDGE maatregelen kan nemen die de negatieve effecten van *biases* in de toekomst mogelijk kunnen voorkomen.

Hierna zal het onderzoek worden afgesloten met de beantwoording van de centrale onderzoeksvraag en de bijbehorende conclusie.

7. Conclusie & aanbevelingen

In de voorgaande hoofdstukken is aan de hand van de analyse van de relevante literatuur en de verschillende interviews bij drie commerciële projectontwikkelaars onderzocht welke *biases* een negatieve rol kunnen spelen bij de acquisitiebesluitvorming. Daarbij is onder meer gekeken welke maatregelen genomen kunnen worden om deze effecten te mitigeren. Hoofdstuk 6 is afgesloten met enkele aanbevelingen voor EDGE, welke ertoe dienen te leiden dat de negatieve effecten van *biases* grotendeels worden verminderd.

Nadat hiermee alle deelvragen zijn beantwoord, zal in dit hoofdstuk het antwoord op de centrale onderzoeksvraag worden geformuleerd – *Welke (cognitieve) mechanismen spelen een rol bij het acquisitiebesluitvormingsproces van commerciële projectontwikkelaars en op welke wijze kan de kwaliteit van de besluitvorming hierbinnen worden geoptimaliseerd?*

Het onderzoek zal vervolgens worden afgesloten met een reflectie.

7.1. Conclusie en aanbevelingen

In deze Company Research Paper is onderzoek gedaan naar de wijze waarop de negatieve gevolgen van *biases* de kwaliteit van acquisitiebesluitvormingsproces van projectontwikkelaar EDGE aantasten. Vervolgens is onderzocht op welke wijze maatregelen genomen kunnen worden om het acquisitiebesluitvormingsproces aan te passen zodat deze negatieve gevolgen efficiënt kunnen worden geminimaliseerd.

Literatuur

Alvorens deze aanbevelingen te kunnen geven, is op basis van een analyse van de relevante literatuur omschreven op welke wijze commerciële projectontwikkelaars tot acquisitiebesluitvorming komen. Hierbij is de koppeling gemaakt met de theorie over *Behavioral Finance* en meer specifiek over de rol van *biases*. Deze theorie gaat over de wijze waarop de persoonlijke beoordeling en besluitvorming van individuen onbewust wordt beïnvloed door systematische normafwijkingen. Een concreet voorbeeld hiervan is de *bias optimism*: bij de beoordeling van een casus wordt de kans op een positieve uitkomst door het individu stelselmatig onbewust hoger ingeschat dan de kans op een negatieve uitkomst.

Kwalitatief onderzoek

Na de bestudering van de relevante literatuur over de wijze waarop projectontwikkelaars tot acquisities overgaan en de impact van *Behavioral Finance* op de menselijke besluitvorming, is door middel van kwalitatief onderzoek onderzocht op welke wijze projectontwikkelaar EDGE zijn acquisitiebesluitvormingsproces in de praktijk heeft georganiseerd. Om hier een volledig beeld van te krijgen, zijn in totaal zeven medewerkers van EDGE geïnterviewd. Drie medewerkers zijn direct betrokken bij het opstellen van de haalbaarheidsanalyse, het business plan en het investeringsvoorstel. Daarnaast zijn er drie leden van het Nederlandse managementteam geïnterviewd. Zij zijn belast met het beoordelen van het investeringsvoorstel en dienen het uiteindelijke investeringsbesluit te nemen. Tenslotte is er gesproken met een lid van de Raad van Advies.

De interviews met medewerkers van EDGE hebben ertoe geleid dat er een helder beeld is ontstaan van de wijze waarop en wanneer *biases* een rol spelen in het acquisitiebesluitvormingsproces. Enerzijds is dit het geval in de fase waarin de toekomstige aannames worden gemaakt, welke ten grondslag liggen aan de haalbaarheidsanalyse, de business case en het investeringsvoorstel. Bij het opstellen van de acquisitiedocumentatie worden de betrokken werknemers onbewust beïnvloed door bijvoorbeeld recente ervaringen met projecten uit het verleden. Hierbij kan voorbij worden gegaan aan het gegeven dat de aannames die hierop worden gebaseerd niet langer relevant zijn doordat bijvoorbeeld het economisch klimaat is verslechterd.

Anderzijds spelen *biases* een rol in de fase waarin het management team het investeringsvoorstel beoordeelt en een investeringsbesluit dient te nemen. Bij het beoordelen van de voorliggende casus kan het zijn dat de besluitvorming wordt aangetast door *overconfidence* van beslissers. Ingegeven door recente positieve projectresultaten, bestaat het risico dat beslissers onrealistisch veel vertrouwen hebben in de eigen organisatie, waardoor zij besluiten een hogere bieding uit te brengen dan in het investeringsvoorstel is onderbouwd. Dit kan ertoe leiden dat een project voor een te hoge prijs wordt geacquireerd en de beoogde rendementen niet worden behaald.

Type biases

Op basis van het onderzoek binnen EDGE, kan worden gesteld dat de hierna genoemde *cognitieve mechanismen* het grootste risico vormen voor het negatief beïnvloeden van het acquisitiebesluitvormingsproces. Het gaat om de *biases* (i) *overconfidence*, (ii) *optimism*, (iii) *anchoring of doelredenering*, (iv) *the illusion of validity* en (v) *biases* die samenhangen met het gebruik van (irrelevante) ervaringen uit het verleden. Onder deze laatste categorie vallen onder meer *illusory correlation*, *retrievability of instances*, *imaginability* en *ease of recall*.

De *bias overconfidence* komt met name voor bij de daadwerkelijke beoordeling en besluitvorming door de beslissers binnen EDGE. Hierbij is het risico dat de kwaliteiten van de organisatie worden overschat, wat kan leiden tot het besluit om een hogere bieding uit te brengen dan het investeringsvoorstel was opgenomen. Dit kan leiden tot het acquireren van een project dat niet aan de gestelde rendementen voldoet of zelfs verlieslatend is.

De *bias optimism* hangt hier nauw mee samen, maar speelt met name een rol in de fase dat de toekomstige aannames ten behoeve van de haalbaarheidsanalyses worden opgesteld. Hierbij schatten de medewerkers van EDGE de kans op succes hoger in dan de kans op negatief resultaat. Dit kan leiden tot bijvoorbeeld te agressieve aannames voor de huurprijzen, bouwkosten of rendementen.

Als derde relevante *bias* wijst het onderzoek op *anchoring* en *doelredeneren*. *Anchoring* houdt in dat de eerste informatie die een projectontwikkelaar over een mogelijke acquisitie heeft ontvangen – bijvoorbeeld de indicatieve koopprijs – een dominante rol speelt in de rest van het besluitvormingsproces. Door middel van doelredenering bestaat het risico dat aannames worden gedaan die aansluiten bij de indicatieve koopprijs, terwijl deze aannames anders waren geweest als de indicatieve koopprijs onbekend was.

De vierde geconstateerde *bias* wordt in de literatuur omschreven als *the illusion of validity*. Deze *bias* speelt een rol bij het daadwerkelijke besluitvormingsproces en in minder mate bij het opstellen van het investeringsvoorstel. Het kan ertoe leiden dat bij acquisitiebesluitvorming te veel focus op een bepaald gedeelte van de beschikbare informatie wordt gelegd waardoor het risico ontstaat dat overige relevante informatie niet in de beoordeling wordt meegenomen. Dit kan voorkomen indien er te uitgebreide rapportages aan een acquisitiebesluit voorafgaan, waardoor bij de beoordeling slechts wordt gefocust op de onderdelen waar de beslisser zich mee kan identificeren.

De laatste categorie *bias* hangt samen met de wijze waarop medewerkers van EDGE de informatie vergaren die vervolgens de basis vormt van het uiteindelijke acquisitiebesluit. Doordat informatie in deze fase vaak beperkt beschikbaar is en ontwikkelaars toekomstige aannames moeten maken, bestaat het risico dat ten onrechte wordt aangesloten bij persoonlijke ervaringen met vergelijkbare projecten uit het verleden. Ook externe adviesrapporten zijn vaak op informatie uit het verleden gebaseerd, terwijl een blik op de toekomst van de projectontwikkelaar wordt gevraagd.

Reduceren van *bias*

Nadat inzicht is verkregen in de relevante *cognitieve mechanismen* en de momenten in het acquisitiebesluitvormingsproces wanneer zij optreden, is er op basis van de relevante literatuur én een kwalitatief onderzoek bij twee andere projectontwikkelaars onderzocht op welke wijze EDGE maatregelen kan nemen om de negatieve effecten van de geconstateerde *biases* te minimaliseren. Hierbij is gekozen voor twee projectontwikkelaars die qua omvang, doelstellingen, type projecten en organisatiestructuur enigszins vergelijkbaar zijn met EDGE. Bij beide ontwikkelaars is zowel een medewerker geïnterviewd die betrokken is bij het opstellen van het investeringsvoorstel als een directielid die het investeringsvoorstel dient te beoordelen en te voorzien van een besluit.

De analyse van de interviews met zowel EDGE als de overige twee ontwikkelaars, leidt tot de conclusie dat veel van de *biases* inherent zijn aan de aard van projectontwikkeling en daardoor bij alle partijen een rol spelen. Projectontwikkelaars dienen op basis van zeer beperkt beschikbare informatie aannames te maken over de wijze waarop de belangrijkste paramaters van het business plan zich in de toekomst zullen ontwikkelen (bouwkosten, rendementen, huurprijzen, financieringslasten, etc.). Dit leidt ertoe dat bij het maken van deze aannames er ruimte ontstaat voor persoonlijke opvattingen of ervaringen. Daarbij speelt mee dat ontwikkelaars op veel van factoren geen – of maar zeer beperkte – invloed kunnen uitoefenen. Zonder enige mate van *optimisme* over het toekomstige verloop, zullen projectontwikkelaars niet tot acquisities kunnen overgaan.

7.2. Aanbevelingen EDGE

De analyse van het acquisitiebesluitvormingsproces van de overige twee ontwikkelaars en de studie naar de theorie over *bias*-reducerende maatregelen leidt tot een set aan aanbevelingen op basis waarvan EDGE efficiënte maatregelen kan nemen om de kwaliteit van haar acquisitiebesluitvormingsproces te optimaliseren. Daarbij is rekening gehouden met de maatregelen die reeds onderdeel zijn van EDGE haar besluitvormingsproces, zoals voldoende heterogeniteit in de besluitvormingsorganen of het gebruikmaken van een blik van een buitenstaander c.q. externe aandeelhouder dan wel Raad van Advies.

Als eerste wordt aanbevolen om alle medewerkers die betrokken zijn bij het acquisitiebesluitvormingsproces financieel te laten participeren in de uiteindelijke projecten. Dit dient te leiden tot meer realistische aannames waardoor het effect van *optimism* en *overconfidence* kan worden geminimaliseerd. Daarnaast doet EDGE er verstandig aan om naast extern advies ook een intern schaduwacquisitieteam aan te stellen die de belangrijkste aannames van de haalbaarheidsanalyse – objectief – dient te onderschrijven alvorens het investeringsvoorstel wordt ingediend. Hierdoor kunnen de negatieve effecten van *optimism*, *anchoring* en *doelredentatie* geminimaliseerd worden.

De derde aanbeveling gaat om het objectiveren van ervaringen met projecten uit het verleden. Door een database aan te maken waarin consequent de individuele onderdelen van de business cases uit het verleden worden gespiegeld aan het uiteindelijke projectresultaat, kan efficiënt worden getoetst of ervaringen uit het verleden ook daadwerkelijk tot succesvolle projecten hebben geleid. Doordat een aannames geobjectiveerd kunnen worden met data, kunnen de negatieve effecten van de *biases illusory correlation*, *retrievability of instances*, *imaginability* en *ease of recall* worden geminimaliseerd.

De vierde aanname stelt dat de kwaliteit van het besluitvormingsproces kan worden verbeterd zodra er een duidelijke set aan standaardacquisitiedocumentatie beschikbaar is die bij ieder investeringsvoorstel moet worden ingediend. Door deze rapportage niet te uitgebreid te maken, wordt voorkomen dat er aandacht wordt besteed aan informatie die niet relevant is. Daarnaast dient het voorblad een beknopt overzicht te bieden van de ratio achter het investeringsvoorstel. Dit draagt bij aan het minimaliseren van het negatieve effect van de *bias illusion of validity*.

In het licht van de onzekerheid over toekomstige aannames en de beperkte invloed op veel externe factoren, richt de laatste aanname zich op het vergroten van de rol en het belang van scenarioanalyses. Door meer aandacht te besteden aan de wijze waarop een project zich na de acquisitie kan ontwikkelen, kunnen beslissers hun uiteindelijke besluit beter onderbouwen en motiveren. Zodra ook in een meer pessimistisch scenario naar mening van de beslisser nog voldoende rendement kan worden gehaald, kan voldoende gemotiveerd worden overgegaan tot de acquisitie. Dit helpt onder meer om de negatieve effecten van *optimism*, *overconfidence* en *anchoring* te verminderen.

Bias-reducerende maatregelen hebben de grootste kans van slagen als ze eenvoudig toepasbaar zijn. Door de maatregelen te baseren op de praktijk van vergelijkbare projectontwikkelaars, is hier getracht rekening mee te houden. Daarnaast dienen de maatregelen specifiek genoeg te zijn. Dit is geborgd door eerst te analyseren welke *biases* in de praktijk van EDGE een rol spelen, om vervolgens voor deze *biases* aanbevelingen op te stellen. Tenslotte is het van belang dat nieuwe maatregelen in groepsverband worden aangeleerd. Door de sociale opzet van het acquisitiebesluitvormingsproces binnen EDGE – er wordt consequent samenwerkt in acquisitie- of managementteams – wordt ook aan deze randvoorwaarde voldaan.

Tenslotte dient te worden benadrukt dat projectontwikkeling per definitie een optimistisch en ondernemend karakter heeft. Dit geldt eveneens in hoge mate voor EDGE. Het is goed om kritisch te kijken naar de wijze waarop negatieve effecten van *biases* kunnen worden geminimaliseerd, maar daarbij dient constant in ogeschouw te worden genomen dat de te nemen maatregelen niet te veel afbreuk doen aan het ondernemende – en licht opportunistische – karakter van EDGE: *“Ondernemerschap moet ten alle tijden blijven bestaan. Dat zit in het DNA van dit bedrijf [RE]”*. Hier is bij bovengenoemde aanbevelingen getracht rekening mee te houden.

7.3. Reflectie

Naar aanleiding van de persoonlijke en professionele interesse van de auteur is onderhavig onderzoek tot stand gekomen naar de rol van *Behavioral Finance* in het acquisitiebesluitvormingsproces van projectontwikkelaars.

Participerende ontwikkelaars

Daarbij speelt mee dat er niet veel met EDGE vergelijkbare commerciële projectontwikkelaars in Nederland actief zijn. De partijen waarmee EDGE vergeleken kan worden, kennen sterke overeenkomsten. Zo zijn zij opgericht door een of meerdere personen die nog steeds de eigenaar van het bedrijf zijn. Daarnaast zijn het relatief ondernemende partijen, die bereid zijn om risico te nemen bij het acquireren van projecten.

Daarbij viel op dat alle twee de organisaties die zijn benaderd om mee te werken, hiertoe bereid bleken. Vooraf bestond de gedachte dat andere – concurrerende – ontwikkelaars geen behoefte zouden hebben om een kijkje in hun keuken te geven. Echter, na een korte toelichting bleek steeds dat de wijze waarop acquisitiebesluiten tot stand komen, ook bij hen een onderwerp van discussie was. Hiervoor werd consequent verwezen naar het veranderende marktsentiment en de vraag hoe je als organisatie kan borgen dat je op het juiste moment het juiste project acquirert. Deze reactie van beide ontwikkelaars bevestigde voor de auteur de relevantie van het onderwerp en het onderzoek.

Alhoewel de bereidheid van de concurrerende ontwikkelaars om mee te werken aan het onderzoek hoog was, is door de auteur voorgesteld om de data van de interviews te anonimiseren en het rapport niet te publiceren. Daarnaast is de afspraak gemaakt dat er niet op specifieke casussen zou worden ingegaan, maar dat meer het acquisitieproces in algemene zin zou worden beschouwd. Uiteindelijk bleek dit geen beperking om tot interessante en relevante gesprekken te komen, die tot bruikbare aanbevelingen hebben kunnen leiden.

Interne relevantie

Daarnaast viel op dat ook het onderwerp van het onderzoek binnen EDGE tot grote interesse leidde. Collega's meldden zichzelf aan om geïnterviewd te worden en begonnen – nadat zij lucht hadden gekregen van het onderzoek – ongevraagd uit te wijden over hun ervaring met het acquisitieproces binnen EDGE. Alhoewel het enthousiasme het soms uitdagend maakte om de interviews bij het onderwerp te houden en niet te vervallen in te specifieke of concrete projecten, gaf bovengenoemd enthousiasme het gevoel dat er een relevant onderzoek gaande was.

Aangezien werd gezocht naar een concreet onderzoek waarbij de uitkomst in de praktijk zou kunnen worden toegepast, is – mede op het vele aandringen van collega's – besloten om de uitkomsten aan het volledige kantoor te presenteren. Zodra de verdediging voor de ASRE achter de rug is, zal de verdediging van mijn uitgangspunten voor mijn collega's plaatsvinden. Hopelijk is het dan gelukt om op basis van een analyse van de literatuur, onze eigen werkwijze en een kijkje in de keuken bij ander ontwikkelaars bij te dragen aan de verbetering van de acquisitiebesluitvorming. In de huidige uitdagende tijden kan het geen kwaad om hier extra aandacht aan te besteden.

Inspiratie

Bij het uitvoeren van onderhavig onderzoek, is veel inspiratie en kennis gehaald uit de scriptie van Van Duijn met de titel '*Heuristieken in besluitvorming in de acquisitiefase van projectontwikkeling*'. Zijn onderzoek zag op een meer algemene analyse van de impact van *Behavioral Finance* op de acquisitiebesluitvorming binnen vijf van de tien grootste Nederlandse projectontwikkelaars. Hierbij is niet geselecteerd op ontwikkelaars die qua omvang, doelstellingen of type projecten op elkaar lijken (Van Duijn, 2022).

In navolging van deze algemene analyse, is in deze Company Research Paper nader ingegaan op de wijze waarop *biases* een rol spelen binnen commerciële projectontwikkelaars. Door hierbij uitgebreid stil te staan bij de praktijk van EDGE, was het doel om tot concrete aanbevelingen te komen die het acquisitiebesluitvormingsproces van EDGE kunnen verbeteren. De auteur gaat daadwerkelijk trachten de opgestelde aanbevelingen in het acquisitiebesluitvormingsproces van zijn werkgever te incorporeren. Hierin wijkt het doel van de onderzoeker (implementeren van aanbevelingen) af van het meer omschrijvende karakter van de scriptie van Van Duijn. Het theoretisch kader kent echter overlap.

Vervolgonderzoek

Dit onderzoek heeft geleid tot enkele concrete aanbevelingen op basis waarvan EDGE de geconstateerde negatieve gevolgen van *biases* kan minimaliseren en daarmee de kwaliteit van het acquisitiebesluitvormingsproces kan verbeteren. Een belangrijk onderdeel hiervan is het hanteren van beknopte gestandaardiseerde acquisitiedocumentatie zoals een haalbaarheidsanalyse, een business case en een investeringsvoorstel.

Een diepere inhoudelijke vergelijking van de acquisitiedocumentatie die de verschillende projectontwikkelaars hanteren, ging de scope van dit onderzoek te buiten. Gezien het belang van de gestandaardiseerde acquisitiedocumentatie, kan het acquisitiebesluitvormingsproces bij EDGE mogelijk verder worden geoptimaliseerd door kennis te nemen van de wijze waarop andere ontwikkelaars deze documentatie hebben ingericht. Een vervolgonderzoek meer specifiek gericht op de inhoud van de acquisitiedocumentatie en de wijze waarop verschillende partijen dit inrichten en gebruiken, lijkt dan ook waardevol.

Methodologie

In dit onderzoek is gebruik gemaakt van kwalitatief onderzoek. Door middel van semigestructureerde interviews is getracht een volledig beeld te krijgen van het acquisitiebesluitvormingsproces in de praktijk. Hierbij speelt echter mee dat de kans bestaat dat respondenten sociaal wenselijke antwoorden geven, de antwoorden worden gekleurd door de amicale band met de onderzoeker of juist respondenten van andere ontwikkelaars niet het achterste van hun tong laten zien.

Daarbij speelt mee dat bij kwalitatieve onderzoeken een grote rol is weggelegd voor de onderzoeker of interviewer. Door het stellen van vragen – of in dit specifieke geval het benoemen van bepaalde *biases* of *heuristieken* om het onderzoeksdoel nader toe te lichten – kan het gesprek onbewust gekleurd worden. Daarbij kan niet voorbij worden gegaan aan het gegeven dat de onderzoeker zelf ook vatbaar is voor persoonlijke voorkeuren, welke ongetwijfeld doorsijpelen in de vraagstelling.

Bij het opstellen van de vragen merkte de onderzoeker op dat het ingewikkeld kan zijn om te vragen naar een blinde (of onbewuste) vlek binnen een organisatie – *biases* in acquisitiebesluitvormingsprocessen – zonder deze *biases* specifiek te noemen. Met name in de interviews met collega's wordt daardoor al snel verwezen naar situaties die de onderzoeker en de respondent samen hebben meegemaakt en welke rol *biases* daar spelen. Hierbij treedt weer een ander mogelijke complicatie op, namelijk dat de voorbeelden of casussen die door de respondent worden aangehaald dermate specifiek zijn dat ze minder relevant zijn voor een algemeen onderzoek.

Om de hoeveelheid te analyseren data nog verder uit te breiden, de kwaliteit hiervan te verhogen en inhoudelijk nader te objectiveren, zou de onderzoeker voor de volgende keer overwegen om het effect van verschillende *biases* in de praktijk te testen op basis van enkele hypothetische scenario's. Door alle respondenten enkele gestandaardiseerde casussen voor te leggen waarbij zij dienen aan te geven of er sprake is van een bias – en zo ja, van welke – kan er mogelijk meer objectief worden beoordeeld in welke mate er sprake is van *biases* bij de beoordeling en besluitvorming. Dit zou ook helpen om de verschillende projectontwikkelaars objectiever te vergelijken. De exacte wijze waarop dit aanvullende onderzoek zou worden ingevuld, kan mogelijk door een volgende MRE-student met interesse in *Behavioral Finance* worden uitgezocht.

Bibliografie

- Arkes, H. R. (1991). Costs and benefits of judgment errors: Implications for debiasing. *Psychological bulletin*, 110 (3), 486.
- Baarda, B., Bakker, E., Fischer, T., Julsing, M., De Goede, M., Peters, V., & Van der Velden, T. (2021). *Basisboek Kwalitatief Onderzoek. Handleiding voor het opzetten en uitvoeren van kwalitatief onderzoek*. Groningen: Noordhoff Uitgevers (vijfde druk).
- Bazerman, M. H., & Moore, D. A. (2017). *Judgment in managerial decision making* (8e ed.). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Ben-David I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2013). Managerial Miscalibration. *National Bureau of Economic Research*. Verkregen van https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Research/Published_Papers/P110_Management_miscalibration.pdf
- Bertijn, G. (2008). *Risicomanagement bij grondverwerving: Beheersmodel voor de acquisitiefase* (Master thesis, Rijksuniversiteit Groningen). Verkregen van <https://frw.studenttheses.ub.rug.nl/1408/1/gbertijn.pdf>
- Biais, B., Hilton, D., Mazurier, K., and Pouget, S. (2005). Judgemental *overconfidence*, self-monitoring and trading performance in an experimental financial market. *Review of Economic Studies*, Oxford University Press, vol. 72 (2), 287-312.
- Boeije, H. (2014). *Analyseren in kwalitatief onderzoek: Denken en doen*. Den Haag, Nederland: Boom Lemma.
- Bondt, de W. F. M., & Thaler, R. H. (1995), *Financial decision making in markets and firms: a behavioral perspective*. National Bureau of Economic Research Working Paper no. 4777. Cambridge.
- Brown, P. (2015). *How real estate developers think: design, profit, and community*. University of Pennsylvania Press, Philadelphia.
- Bryman, A. (2012). *Social research methods*. Oxford, Engeland: Oxford University Press.
- Camerer, C. F., Loewenstein, G., & Rabin, M. (2004). *Advances in behavioral economics*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Chapman, G. B., & Johnson, E. J. (1994). *The limits of Anchoring*. *Journal of Behavioral Decision Making*, vol. 7, p. 223-242.
- Coreen, Sol, T. (2022). *Unbiased Investor: Reduce Financial Stress and Keep More of Your Money*. Wiley and Sons.
- Croskerry, P., Singhal, G., & Mamede, S. (2013). Cognitive debiasing 1: Origins of *bias* and theory of debiasing. *BMJ Quality & Safety*, 22(2), 58-64. doi:10.1136/bmjqs-2012-001712 pag. 58.
- Denzen, O. Van. (2009). *Risico-rendement afweging bij acquisitie van ontwikkelposities in bestaand bebouwd gebied* (Master thesis, Amsterdam School of Real Estate). Verkregen van <https://vastgoedbibliotheek.nl/#!/SingleDoc?find=BI:van%20denzen&hitnr=1>
- Dijk, J. C., van (2007). *De gevolgen van marktrisico op resultaten uit projectontwikkeling van kantoren op regionale markten* (Master thesis, Universiteit Groningen). Verkregen van <https://vastgoedbibliotheek.nl/#!/SingleDoc?find=BI:de%20gevolgen%20van%20marktrisico&hitnr=1>
- Duijn, D, van (2022). Heuristieken in besluitvorming in de acquisitiefase van projectontwikkeling, (Company Research Paper, Amsterdam School of Real Estate).

Epley, N. (2004). *A Tale of Tuned Decks? Anchoring as accessibility and anchoring as adjustment*. In D.J. Koehler & N. Harvey, *Blackwell Handbook of Judgment and Decision Making* (p. 240-256). Oxford: Blackwell.

Epley, N., & Gilovich, T. (2001). *Putting adjustment back in the anchoring and adjustment heuristics: Differential Processing of Self-Generated and Experimenter-Provided Anchors*. *American Psychological Society, Psychological Science*, vol. 12, no. 5, p. 391-396.

Fife-Schaw, C., & Barnett, J. (2004). Measuring optimistic bias. In G. M. Breakwell (Ed.), *Doing Social Psychology Research* (pp. 54-74). Londen, Engeland: British Psychological Society.

Fischhoff, B. (1982). Debiasing. In D. Kahneman, P. Slovic & A. Tversky (Eds.), *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*. Cambridge, Engeland: Cambridge University Press.

Gehner, E. (2003). *Risico-analyse bij projectontwikkeling*. Amsterdam, Nederland: SUN.

Gehner, E., Halman, J., & de Jonge, H. (2006). *Risk management in the Dutch real estate development sector: A survey*. (Paper presented at the 6th International Postgraduate Research Conference). Verkregen van https://www.irbnet.de/daten/iconda/CIB_DC27028.pdf

Gehner, E. & de Jong, I. (2011). Risicomanagement vraagt om innovatie: De toepassing van risicomanagement bij huisvestingsprojecten. *Real Estate Magazine*, 75, 1-4.

Geltner, D., Miller, N. G., Clayton, J., & Eichholtz, P. M. A. (2013). *Commercial real estate analysis and investments* (3e ed.). Mason, OH: South-Western Educational

Gijsbers, J. (2019). *De taxateur, mens of machine?* (Master thesis, Amsterdam School of Real Estate). Verkregen van <https://vastgoedbibliotheek.nl/#!/SingleDoc?find=BI:Gijsbers&hitnr=1>

Gilbert, D. T. (2002). Inferential correction. In Gilovich, T., Griffin, D. & Kahneman, D. (2002) *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment*. Cambridge, Engeland: Cambridge University Press. P. 167-184.

Gilovich, T., Griffin, D. & Kahneman, D. (2002) *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment*. Cambridge, Engeland: Cambridge University Press

Gool, P. van, Weisz, R. M., Theebe, M. & Jager, P. (2013). *Onroerend goed als belegging* (5e ed.). Groningen, Nederland: Noordhoff.

Hammond, J.S., Keeny, R.L. & Raiffa, H. (1999). *Smart choices: A practical guide to making better life decisions*. New York: Broadway.

Hardin, W. (1999). Behavioral research into heuristics and bias as an academic pursuit: Lessons from other disciplines and implications for real estate. *Journal of Property Investment & Finance*, 17(4), 333-352.

Healey, P. (1991). *Models of the development process: a review*. *J. Prop. Res.* 8, 219-238.

Hogarth, R. M. (2001). *Educating Intuition*. Chicago: The University of Chicago Press.

Hoogervorst, R. (2017). Scriptie: *Besluitvorming in het acquisitietraject: een onderzoek naar systematische fouten bij institutionele vastgoedbeleggers*. Amsterdam School of Real Estate, Amsterdam. Verkregen van <https://vastgoedbibliotheek.nl/#!/SingleDoc?find=BI:Hoogervorst&hitnr=5>

Janis, I. L. (1972). *Victims of groupthink: A psychological study of foreign-policy decisions and fiascoes*. Boston, MA: Houghton Mifflin

- Kahneman, D. (2003). *A perspective on Judgment and Choice: Mapping Bounded Rationality*. American Psychologist Association: American Psychologist, vol. 58, no. 9, p. 697-720.
- Kahneman, D. (2013). The marvels and the flaws of intuitive thinking. In J. Brockman (Ed.), *Thinking: The new science of decision-making, problem-solving, and prediction* (pp. 386-409). New York, NY: HarperCollins
- Kahneman, D. (2016). *Ons feilbare denken*. Amsterdam, Nederland: Business Contact.
- Kahneman, D., & Frederick, S. (2002). Representativeness revisited: Attribute substitution in intuitive judgment. *Heuristics and biases: The psychology of intuitive judgment*, 49, 81.
- Kahneman, D., & Klein, G. (2009). Conditions for intuitive expertise: A failure to disagree. *American psychologist*, 64(6), 515.
- Kahneman, D., & Lovallo, D. (1993). Timid choices and bold forecasts: A cognitive perspective on risk taking. *Management Science*, 39(1), 17-31.
- Kahneman, D., Sibony, O., & Sunstein, C. R. (2021). *Noise: A flaw in human judgment*. New York, NY: Hachette Book Group
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1977). *Intuitive prediction: Biases and corrective procedures*. Technical report PTR-1042-77-6. Oregon: Decision Research.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory, an analysis of decision under risks. *Econometrica*, 47(2), 263-292.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). On the interpretation of intuitive probability: A reply to Jonathan Cohen. *Cognition*, 7, 409-411.
- Keeris, W. G. (1997). *Vastgoedbeheer lexicon: Begrippen, omschrijving, toelichting*. Den Haag, Nederland: Ten Hagen & Stam
- Koehler, D.J., Brenner, L., & Griffin, D. (2002). The calibration of expert judgment: Heuristics and biases beyond the laboratory. In T. Gilovich, D. Griffin, & D. Kahneman (Eds.), *Heuristics and biases: The psychology of intuitive judgment* (pp. 686-715). Verkregen van <http://bear.warrington.ufl.edu/brenner/mar7588/Papers/koehlerbrennergriffin2002.pdf>
- Koehler, D. J., & Harvey, N. (2004). *Blackwell Handbook of Judgment and Decision Making*. Handbooks of Experimental Psychology. Oxford: Blackwell Publishing (eerste druk).
- Kuppeveld, J, van. (2023). ECB verhoogt rente naar hoogste niveau sinds 2001 en sorteert voor op nieuwe stap. *Financieel Dagblad*, 15 juni 2023.
- Kynn, M. (2008). The 'heuristics and biases' bias in expert elicitation. *Journal of the Royal Statistical Society: Series A (Statistics in Society)*, 171(1), 239-264.
- Lambert, J., Bessiere, V., & N'Goala, G. (2012). Does expertise influence the impact of overconfidence on judgment, valuation and investment decision? *Journal of Economic Psychology*, 33, p. 1115 – 1128.
- Larrick, R. P. (2004). *Debiasing*. In D. J. Koehler & N. Harvey (eds.), *Blackwell handbook of judgment and decision making* (p. 316–337). Oxford Blackwell.
- Lesmeister, D.R. (1997). *Risico-analyse bij projectontwikkeling; het kwantificeren van risico's bij Investeringsbeslissingen (Master thesis, Amsterdam School of Real Estate)*. Verkregen van <https://files.vastgoedbibliotheek.nl/Server/getfile.aspx?file=docs/MRE/1997/Lesmeister.pdf>

- Lieder, F., Griffiths, T. L., Huys, Q. J. M. & Goodbank, N. D. (2018). *The anchoring bias reflects rational use of cognitive resources*, *Psychon Bull Rev*, vol. 25, p. 322-349.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Does *Overconfidence* Affect Corporate Investment? CEO *Overconfidence* Measures Revisited. *European Financial Management*, 11(5), 649–659.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Marquard, A., De Vor, F., & Ronteltap, C. (2015). *Bassissyllabus methoden en technieken*. Amsterdam School of Real Estate. Amsterdam.
- Meijer, R., Buitelaar, E. (2023). *What drives developers? Understanding vertical (dis)integration strategies in the land development process*. Elsevier, *Land Use Policy* 131, (2023).
- Moore, D. A., Carter, B. C., & Yant, H. H. J. (2015). Wide of the mark: evidence on the underlying causes of overprecision in judgment, *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 131, p. 110-120.
- Moore, D. A., Oesch, J. M., & Zietsma, C. (2007). What competition? Myopic self-focus in market entry decisions. *Organization Science*, 18(3), 440-454.
- Morewedge, C. K., & Kahneman, D. (2010). Associative processes in intuitive judgment. *Trends in cognitive sciences*, 14(10), 435-440.
- Mullainathan, S., & Thaler, R. H. (2000). *Behavioral economics* (NBER Working paper series Nr. 7948). Verkregen van National Bureau of Economic Research website: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7948/w7948.pdf
- Münscher, R., Vetter, M., & Scheuerle, T. (2015). A review and taxonomy of choice architecture techniques. *Journal of Behavioral Decision Making*, 29, 511-524.
- Mussweiler, T., & Strack, F. (2000). The Use of Category and Exemplar Knowledge in the Solution of *Anchoring* Tasks. *American Psychological Association: Journal of Personality and Social Psychology*, vol. 78, no. 6, p. 1038 – 1052.
- Nickerson, R. S. (1998). Confirmation *bias*: a ubiquitous phenomenon in many guises. *Review of General Psychology*, vol. 2, p. 175 – 220.
- Nozeman, E. & Fokkema, J. (2008). *Handboek Projectontwikkeling*. Doetinchem, Nederland: Reed Business
- Peek, G. J., & Gehner, E. (2018). *Handboek Projectontwikkeling*. Rotterdam, Nederland: nai010.
- Prast, H. (2004). *Psychology in financial markets: An introduction to Behavioral Finance*. Amsterdam, Nederland: NIBE-SVV.
- Pronin, E., Gilovich, T., & Ross, L. (2004). Objectivity in the eye of the beholder: Divergent perceptions of *bias* in self versus others. *Psychological Review*, 111(3), 781- 799.
- Ramselaar, A., & Keeris, W.G. (2011). Een beslissingsondersteunend model bij projectontwikkeling: Voor investeringsselectie, monitoring en evaluatie. *Real Estate Magazine*. 2011.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*, 59(2), 197-216.
- Rubinstein, A. (2012) *Economic Fables*. Cambridge: OpenBook Publishers.

- Ruhl, M. (2012). *De selectie van een ontwikkelstrategie bij vastgoedontwikkeling: Toetsing van een risicoprofiel aan een risicoattitude (Master thesis, Amsterdam School of Real Estate)*. Verkregen van <https://files.vastgoedbibliotheek.nl/Server/getfile.aspx?file=docs/MRE/15/Ruhl.pdf>
- Russo, J. E., & Schoemaker, P. J. H. (1989). *Decision Traps: ten barriers to brilliant decision-making and how to overcome them*. Simon and Schuster.
- Russo, J. E., & Schoemaker, P. J. H. (1992). Managing *overconfidence*. *Sloan management review*, vol. 33 (2), p. 7-17.
- Salemi, A. (2010), Rekenen op vastgoed. In E. Nozeman, & J. Fokkema (Eds.), *Handboek Projectontwikkeling* (pp. 296-317). Doetinchem, Nederland: Reed Business
- Schulz, K. (2010). *Being wrong*. New York, NY: Ecco.
- Sen, A. K. (1977). Rational Fools: A critique of the Behavioral Foundations of Economic Theory. *Philosophy & Public Affairs*, vol. 6, no. 4, p. 317-344.
- Siegrist, M., & Sütterlin, B. (2014). Human and Nature-caused hazards: The affect heuristic causes *biased decisions*. *Risk Analysis*, 8, 1482-1494.
- Simon, H. A. (1957). *Models of man*. New York, NY: Wiley.
- Simons, D. J. (2000). *Current approaches to change blindness*. *Visual Cognition*, vol 7, no. 1-3, p. 1-15.
- Simons, D. J. Chabris, C. F., Schnur, T. & Levin, D. (2002). *Evidence for preserved representation in change blindness*. *Consciousness and Cognition: An International Journal*.
- Simons, D. J. & Levin, D. (2003). *What makes change blindness interesting? The Psychology of learning and motivation*. San Diego, CA: Academic Press.
- Shefrin, H. (2002). Behavioral decision making, forecasting. Game theory and role-play, *Journal of Forecasting*, vol. 18, p. 375-382.
- Smith, A. R. & Windschitl, P. D. (2015). Resisting *anchoring* effects: the role of metric and mapping knowledge. *Memory and Cognition*, vol. 43, p. 1071- 1084.
- Soll, J. B., Milkman, K. L., Payne, J. W. (2013). A user's guide to *debiasing*. *The Wiley Blackwell Handbook of Judgment and Decision Making*.
- Slovic, P., Finucane, M., Peters, E., & MacGregor, D. G. (2002). Rational actors or rational fools: Implications of the affect heuristic for behavioral economics. *The Journal of Socio-Economics*, 31(4), 329-342.
- Slovic, P., Finucane, M., Peters, E., & MacGregor, D. G. (2002). The affect heuristic. *European Journal of Operational Research*, 177 (3), 1333-1352.
- Stanovich, K. E. (1999). *Who is rational?: Studies of individual differences in reasoning*. Londen, Engeland: Psychology Press.
- Stanovich, K. E., & West, R. F. (2000). Individual differences in reasoning: Implications for the rationality debate. *Behavioral and Brain Sciences*, vol. 23, p. 645-665.
- Staw, R. (1981). The escalation of commitment in a course of action. *The Academy of Management Review*, 6(4), 577-587.

- Thaler, R. (1988). "Anomalies: The Winner's Curse". *Journal of Economic Perspectives*, 2, 191–202.
- Thaler, R., & Sunstein, C. R. (2015). *Nudge: naar betere beslissingen over gezondheid, geluk en welvaart* (5e ed.). Amsterdam, Nederland: Business Contact.
- Townsend, E., Spence, A., & Knowles, S. (2014). Investigating the operation of the affect heuristic: is it an associative construct? *Journal of Risk Research*, vol. 17, no. 3, p. 299 – 315.
- 't Hart, P. (1990). *Groupthink in government: A study of small groups and policy failure*. Baltimore, MD: John Hopkins University Press.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1973). Availability: A heuristic for judging frequency and probability. *Cognitive psychology*, Vol. 5. No. 2, p.207-232.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, vol. 185, no. 4157, p. 1124-1131.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1983). Extensional Versus Intuitive Reasoning: The conjunction fallacy in probability Judgment. *Psychological Review*, vol. 90, no. 4, p. 293-315.
- Velzen, J. Van (2019). *Rendement én risico in projectontwikkeling: Een analyse van de historische theoretische risico-rendementsverhouding in projectontwikkeling en een verkenning naar de mogelijkheden om de risico-rendementsverhouding te optimaliseren* (Master thesis, Amsterdam School of Real Estate). Verkregen van <https://vastgoedbibliotheek.nl/#!/SingleDoc?find=BI:van%20velzen&hitnr=1>
- Vestergaard, R. (2023). Inzakkende vraag naar baksteen en beton voorbode van meer pijn in de bouw. *Financieel Dagblad*, 15 juni 2023.
- Wamelink, J. W. F. (Ed.). (2009). *Inleiding Bouwmanagment*. Nederland: TU Delft, faculteit Bouwkunde, afdeling Real Estate & Housing.